

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES



TESIS DOCTORAL

Banca de inversión en EEUU: del auge al apogeo y a la crisis sistémica

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Oana Andrea Cristian

Director

Enrique Palazuelos Manso

Madrid, 2018

© Oana Andrea Cristian, 2017

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMÍA



**Banca de inversión en EEUU: del auge al
apogeo y a la crisis sistémica**

TESIS DOCTORAL
OANA ANDREEA CRISTIAN

DIRECTOR
Enrique Palazuelos Manso

MADRID, 1 de diciembre de 2016

A mis padres, Monica y Dan
(Părinților mei, B.U. și Tzâc)

Índice general

Índice general.....	I
Índice de gráficos	V
Índice de tablas	VIII
Índice de diagramas	X
Resumen	XI
Abstract.....	XII
Presentación y agradecimientos.....	XIII
Capítulo 1. UN ENFOQUE INSTITUCIONALISTA DE LAS FINANZAS: PROPUESTA ANALÍTICA E HIPÓTESIS	1
1. CIMIENTOS DE LA TRADICIÓN INSTITUCIONALISTA.....	1
2. DIÁLOGO DE DOBLE DIRECCIÓN CON LAS TEORÍAS MACRODINAMICAS	4
2.1. Aproximaciones institucionales desde la macrodinámica	5
2.2. Aproximaciones institucionales hacia la macrodinámica.....	7
3. MINSKY: EL CARÁCTER FINANCIERO DEL CAPITALISMO Y SU INESTABILIDAD ESTRUCTURAL .	9
3.1. Carácter financiero de la economía, innovaciones y ciclo económico.....	9
3.2. Inestabilidad financiera estructural.....	11
3.3. Rasgos institucionalistas.....	13
4. NUEVAS CONTRIBUCIONES	14
4.1. Marcos financieros institucionales	15
4.2. Relaciones de poder	17
4.3. La financiarización: rasgo central de la actual etapa del capitalismo	19
5. FUNDAMENTOS DEL ENFOQUE INSTITUCIONALISTA EN LAS FINANZAS: APLICACIÓN A LA BANCA DE INVERSIÓN.	21
5.1. Fundamentos del institucionalismo financiero	21
5.2. Aplicación a la banca de inversión	23
6. OBJETIVOS, HIPÓTESIS Y ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL.....	26
6.1. Objetivos y relevancia	28
6.2. Hipótesis.....	29
6.3. Estructura de la tesis	31
PRIMERA PARTE:.....	33
FUERTE DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN.....	33
Capítulo 2. DETERMINANTES DEL DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MARCO INSTITUCIONAL Y DINÁMICA ECONÓMICA.....	35
1. MARCO INSTITUCIONAL VIGENTE DURANTE CASI MEDIO SIGLO	35
1.1. La institucionalización normativa construido por el New Deal	35
1.2. Signos de erosión.....	38

2. ALTERACIONES DEL MARCO INSTITUCIONAL.....	41
2.1. Cambios en leyes y normas	41
2.2. Cambios en los organismos	48
2.3. Resultado 1: Transformación del marco institucional.....	53
3. NUEVA DINÁMICA ECONÓMICA	55
3.1. Objetivos: Corregir el rumbo y cambiar el modelo	55
3.2. Cambios en la dinámica y efectos en la banca de inversión	56
3.3. Resultado 2: Transformación de la dinámica económica.	68
Capítulo 3. COMPONENTES DEL DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN:	
MERCADOS DE CAPITAL Y BANCOS DE INVERSIÓN	71
1. MERCADOS DE CAPITAL	71
1.1. Instrumentos financieros	71
1.2. Operativas financieras.....	82
1.3. Funciones tradiciones y nuevas.....	91
1.4. Resultado 3: Transformación de los mercados de capital	97
2. NÚCLEO DE GRANDES BANCOS DE INVERSIÓN.....	98
2.1. Ingresos y rentabilidad	100
2.2. Concentración oligopólica	103
2.3. Resortes de poder y fragilidad financiera	105
2.4. Resultado 4: Transformación de los bancos de inversión	108
SEGUNDA PARTE:	111
DEL APOGEO A LA CRISIS DE LA BANCA DE INVERSIÓN	111
Capítulo 4. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MARCO INSTITUCIONAL	
INFORMALIZADO Y DINÁMICA ECONÓMICA FINANCIARIZADA.....	113
1. CAMBIOS EN EL MARCO INSTITUCIONAL.....	113
1.1. Tensión creada tras el desarrollo de la banca de inversión	113
1.2. Gramm-Leach-Bliley Act	115
1.3. Expansión del laissez faire en la sombra	117
1.4. Una ley para prohibir la regulación de los derivados: CFMA	122
1.5. Desactivación de otras normas	124
1.6. Resultado 5. Un marco institucional plenamente desregulado	129
2. CAMBIOS EN LA DINÁMICA ECONÓMICA	131
2.1. Las bases de un crecimiento con “dos caras”	131
2.2. Crecimiento basado en la doble burbuja inmobiliario-financiera.....	137
2.3. Resultado 6. Dinámica económica sometida a burbujas financieras	145
Capítulo 5. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MERCADOS DE CAPITAL Y PODER	
DE LOS GRANDES BANCOS.....	149
1. CAMBIOS EN LOS MERCADOS DE CAPITAL	149

1.1. Nuevos instrumentos: triángulo MBSsp–CDO–CDS	149
1.2. Operativas basadas en instrumentos tradicionales y nuevos	160
1.3. Funciones de banca de inversión: combinación y jerarquía	167
1.4. Resultado 7: Transformación de los mercados de capital	175
2. EL DOMINIO DE LOS GRANDES BANCOS	176
2.1. Fortalecimiento empresarial del núcleo “too big”	176
2.2. Posición oligopólica en los mercados	184
2.3. Resultado 8: El poder financiero y económico de Wall Street	188
Capítulo 6. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: FRAGILIDAD ESTRUCTURAL Y CRISIS SISTÉMICA	191
1. ACUMULACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS	191
1.1. Diversidad y expansión de los riesgos	191
1.2. Interconexión y concentración de los riesgos financieros	199
2. DESENCADENAMIENTO DE LA CRISIS: MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS POTENCIALES	201
2.1. Estallido burbuja inmobiliaria: primeras consecuencias	202
2.2. Aceleración de la burbuja en torno a MBSsp-CDO-CDS	206
2.3. Multiplicación de episodios críticos	210
3. LA AMENAZA DE CRISIS SISTÉMICA HECHA REALIDAD	216
3.1. La quiebra de Bear Stearns como paradigma.	217
3.2. Desaparición de los bancos de inversión.	219
3.3. Rescates masivos para los grandes bancos comerciales	223
3.4. Rescates de otras grandes entidades y mercados	226
4. RESULTADO 9. UNA CRISIS ENDÓGENA Y SISTÉMICA.	231
EPÍLOGO: TRAS LOS RESCATES: UN PODER FINANCIERO MAYOR Y MÁS CONCENTRADO.....	235
1. SALVAMENTO URGENTE Y APOYO PERSISTENTE DE LOS PODERES PÚBLICOS	236
1.1. Rescate masivo: TARP y HERA	238
1.2. Política monetaria “no convencional”: Quantitative Easing	242
2. DEBILIDAD REGULATORIA DE LA REFORMA INTRODUCIDA CON LA DODD-FRANK ACT	245
3. PODER FINANCIERO MÁS CONCENTRADO QUE ANTES DE LA CRISIS	249
CONCLUSIONES.....	255
1. EL OBJETIVO CENTRAL SEGÚN LOS RESULTADOS OBTENIDOS	255
1.1. Primera transformación	256
1.2. Segunda transformación	258
2. LOS OBJETIVOS SUBSECUENTES SEGÚN LOS RESULTADOS	261
2.1. Capacidad analítica del enfoque	261
2.2. Aportaciones sobre el vínculo entre finanzas y dinámica económica	263
2.3. Aportaciones sobre la crisis sistémica	264

3. LA AGENDA DE INVESTIGACIÓN QUE ESTIMULA LA TESIS	266
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	269

Índice de gráficos

<i>Gráfico 2.1. Evolución de la tasa de inflación y de los tipos de interés (%)</i>	<i>57</i>
<i>Gráfico 2.2. Evolución del déficit y de la deuda pública (% PIB)</i>	<i>61</i>
<i>Gráfico 2.3. Evolución del déficit comercial y por cuenta corriente (% PIB).....</i>	<i>63</i>
<i>Gráfico 2.4. Evolución de los índices de la Bolsa (al final de cada año)</i>	<i>66</i>
<i>Gráfico 2.5. Evolución de los bonos y acciones en circulación (miles de millones de dólares y % PIB).....</i>	<i>67</i>
<i>Gráfico 3.1. Valor de las emisiones de bonos basura (millones de dólares)</i>	<i>74</i>
<i>Gráfico 3.2. Evolución de los derivados a escala mundial (valores nominales, miles de millones de dólares)</i>	<i>81</i>
<i>Gráfico 3.3 Volumen de deuda y capital suscritos (miles de millones de dólares)</i>	<i>87</i>
<i>Gráfico 3.4. Distribución de la deuda suscrita (%).....</i>	<i>87</i>
<i>Gráfico 3.5. Deuda fuera del grado de inversión (miles de millones de dólares y %).....</i>	<i>88</i>
<i>Gráfico 3.6. IPO, Ofertas Públicas Iniciales (miles de millones de dólares y %).....</i>	<i>96</i>
<i>Gráfico 3.7. Colocaciones privadas con QIB (miles de millones de dólares y %)</i>	<i>89</i>
<i>Gráfico 3.8. Evolución de las acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York (valor de mercado en miles de millones de dólares).....</i>	<i>90</i>
<i>Gráfico 3.9. Distribución de los ingresos (%)</i>	<i>99</i>
<i>Gráfico 3.10. Distribución del capital (%).....</i>	<i>99</i>
<i>Gráfico 3.11. Composición ingresos (no consolidado, millones de dólares).....</i>	<i>111</i>
<i>Gráfico 3.12. Beneficios ante impuestos (millones de dólares)</i>	<i>101</i>
<i>Gráfico 3.13. Margen: Beneficios antes de impuestos sobre los ingresos netos según tipo de entidad (%).....</i>	<i>102</i>
<i>Gráfico 3.14. ROE (return on Equity) ante-impuestos (%).....</i>	<i>102</i>
<i>Gráfico 4.1. Indicadores de producción, beneficios y cotizaciones bursátiles: 1993-2000. Índice 1992 = 100.....</i>	<i>132</i>
<i>Gráfico 4.2. Evolución de los tipos de interés nominal y real a corto plazo (%)</i>	<i>139</i>

Gráfico 4.3. Evolución de los precios reales de la vivienda (Indice: enero 2000=100).....	141
Gráfico 4.4. Evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB).145	145
Grafico 5.1. Volúmenes diarios negociados en los principales mercados de capitales (miles de millones de dólares).....	165
Gráfico 5.2. Emisión de CDO por tipo de colateral (millones de dólares)	157
Gráfico 5.3. Suscripciones corporativas en EEUU (miles de millones de dólares)	161
Gráfico 5.4. Suscripciones corporativas de deuda (miles de millones de dólares)	161
Gráfico 5.5. Fusiones y Adquisiciones completadas (miles de millones de dólares)	163
Gráfico 5.6. Total de los activos bancos de EEUU (miles de millones de dólares).....	185
Gráfico 5.7. Ratios de aplancamiento de cuatro principales bancos de inversión (total activos/capital accionarial)	187
Gráfico 6.1. Cuota de mercado de los subprime y ALT-A (% sobre total de los préstamos hipotecarios).....	193
Gráfico 6.2. Emisiones de MBS privadas por tipo de préstamos otorgados (miles de millones de dólares)	194
Gráfico 6.3. Colateral de dudosa calidad en el total de las emisiones de CDO (%)	195
Gráfico 6.4. Obtención de financiación mediante REPO por los bancos de inversión (miles de millones de dólares)	199
Gráfico 6.5. Precios de la vivienda según tipo de estados (Indice: enero 2000=100).....	202
Gráfico 6.6. Evolución de las viviendas iniciadas (a), ventas (b), viviendas nuevas sin vender (c) y viviendas vacías (d)	203
Gráfico 6.7. Defaults hipotecarios por tipo de préstamo (%).....	204
Gráfico 6.8. Concesión de préstamos subprime (miles de millones de dólares)	205
Gráfico 6.9. Volumen de emisiones de MBS (millones de dólares)	206
Gráfico 6.10. Emisiones de CDO (miles de millones de dólares)	207
Gráfico 6.11. Precios de tramos AAA sobre el indice ABX (dólares)	208
Gráfico 6.12. Spread de ABX (2007-01) según rating (PB, puntos básicos).....	212

<i>Gráfico 6.13. TED spread durante la crisis financiera (valores diarios en %).</i>	<i>214</i>
<i>Gráfico 7.1. Activos de la Reserva Federal (miles de millones de dólares).....</i>	<i>244</i>
<i>Gráfico 7.2. Beneficios netos por entidad (miles de millones de dólares)</i>	<i>251</i>
<i>Gráfico 7.3. Capitalización de mercado por entidad (miles de millones de dólares)</i>	<i>252</i>
<i>Gráfico 7.4. Total activos por entidad (miles de millones de dólares).....</i>	<i>252</i>

Índice de tablas

<i>Tabla 2.1. Ratios de apalancamiento de los principales bancos de inversión (deuda/capital accionario)</i>	<i>43</i>
<i>Tabla 3.1. Tenencia de activos financieros según grupos (promedios por década, miles de millones de dólares).....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 3.2. Titulizaciones (miles de millones de dólares y % PIB).....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 3.3. Nuevas emisiones de bonos basura (millones de dólares).....</i>	<i>105</i>
<i>Tabla 4.1. Concentración de poder de los grandes bancos en 2001 (% sobre el total de cada mercado).....</i>	<i>116</i>
<i>Tabla 4.2. Préstamos tomados y activos y pasivos de los agentes privados en 1995 y 1999 (miles de millones de dólares)</i>	<i>134</i>
<i>Tabla 4.3. Préstamos tomados y activos y pasivos de los agentes privados en 2000 y 2006-2007 (miles de millones de dólares)</i>	<i>143</i>
<i>Tabla 5.1. Emisiones de bonos de deuda (miles de millones de dólares).....</i>	<i>151</i>
<i>Tabla 5.2. Concesión y titulización créditos hipotecarios, por tipo de agente y de préstamo (miles de millones de dólares).....</i>	<i>154</i>
<i>Tabla 5.3. Los principales prestamistas en origen de hipotecas subprime en 2006 (miles de millones de dólares y %)</i>	<i>171</i>
<i>Tabla 5.4. Los principales emisores de MBS subprime (miles de millones de dólares y %)</i>	<i>171</i>
<i>Tabla 5.5. Los principales suscriptores de MBS (millones de dólares y cuotas de mercado por entidad)</i>	<i>172</i>
<i>Tabla 5.6. Total activos de los holding bancarios y bancos de inversión (miles de millones de dólares)</i>	<i>177</i>
<i>Tabla 5.7. Evolución de los ingresos brutos por entidad (tasa de variación anual)</i>	<i>178</i>
<i>Tabla 5.8. Capitalización de mercado de las grandes entidades (miles de millones de dólares)</i>	<i>181</i>
<i>Tabla 5.9. Beneficios netos de las grandes entidades (miles de millones de dólares)</i>	<i>182</i>
<i>Tabla 5.10. ROE (Return on Equity) de las grandes entidades (% anual)</i>	<i>183</i>
<i>Tabla 5.11. Instrumentos suscritos por las principales entidades, por tipo de instrumento, sobre los totales (%)</i>	<i>185</i>
<i>Tabla 5.12. Tres mayores bancos comerciales: valor de los activos, de los derivados y de los CDS en valor nominal (miles de millones de dólares y %)</i>	<i>186</i>

<i>Tabla 6.1. Composición de las MBS subprime (% sobre total).....</i>	<i>194</i>
<i>Tabla 7.1. Rescates financieros a través del TARP (millones de dólares)</i>	<i>241</i>

Índice de diagramas

<i>Diagrama 1.1. Representación sistémica de las relaciones financieras.....</i>	<i>23</i>
<i>Diagrama 1.2. Representación sistémica de la actividad de banca de inversión</i>	<i>25</i>
<i>Diagrama 2.1. Determinantes de la banca de inversión durante la Edad de Oro.....</i>	<i>86</i>
<i>Diagrama 2.2. Determinantes del desarrollo de la banca de inversión desde los años 80.....</i>	<i>70</i>
<i>Diagrama 4.1. Posición determinante de la banca de inversión desde finales de los años noventa</i>	<i>147</i>
<i>Diagrama 5.1. Clasificación de un CDO según distintos criterios</i>	<i>156</i>
<i>Diagrama 5.2. Conexión en cadena en un CDO.....</i>	<i>165</i>
<i>Diagrama 5.3. El proceso de creación de instrumentos AAA a partir de préstamos subprime</i>	<i>166</i>
<i>Diagrama 5.4. Posición dominante de Wall Street ejercida por los grandes bancos comerciales y de inversión</i>	<i>189</i>

Resumen

La tesis se sustenta en la propuesta analítica que proporciona un enfoque institucionalista de las finanzas y se propone explicar los cambios radicales que han caracterizado a la actividad de banca de inversión y a los bancos de inversión en Estados Unidos durante las últimas décadas. La investigación de esos cambios ha identificado la existencia de dos mutaciones o transformaciones sustanciales: la primera sucedió en el intervalo comprendido entre los primeros años ochenta y finales de los años noventa; la segunda se produjo entre finales de los noventa y el estallido de la crisis financiera en 2008.

Cada una de esas dos mutaciones afectó de manera simultánea y articulada a los ámbitos institucionales y macroeconómicos con los que se relaciona la actividad de banca de inversión, así como a los mercados y agentes implicados en dicha actividad. Es decir, de un lado, se produjeron sendas transformaciones del vínculo existente entre la banca de inversión, el marco institucional y la dinámica económica; y de otro lado, sendas transformaciones de las funciones de los mercados de capital (a través de sus instrumentos y operativas) y de las entidades que actuaban y dominaban esos mercados (primero los grandes bancos de inversión y después también los grandes bancos comerciales).

De ese modo, la aplicación del enfoque institucionalista de las finanzas proporciona una estructura analítica coherente que explica las características de cada uno de los dos períodos de mutación y de la secuencia que los vincula, a través de las transformaciones tanto de los ámbitos asociados a la banca de inversión como de sus componentes (mercados y agentes). Así mismo, dicho enfoque explica cómo durante la segunda mutación interactuaron dos mecanismos simultáneos, uno que impulsó el apogeo de la banca de inversión y otro que gestó las condiciones de una crisis sistémica.

Consecuentemente, el análisis proporciona resultados específicos de cada una de esas transformaciones y aporta unas conclusiones finales que permiten explicar de manera consistente el encadenamiento de cambios radicales que experimentó la banca de inversión entre 1981 y 2008. Previamente a los años ochenta, sus dimensiones eran reducidas y su perímetro de actividad estaba restringido por un marco institucional estrictamente regulado y por una dinámica económica que acotaba las formas de financiación de las empresas y las posibilidades de inversión financiera para los poseedores de la mayor parte del ahorro. Tras dos décadas de cambios, sus dimensiones eran espectaculares, el marco institucional carecía de regulaciones relevantes y la dinámica económica reflejaba el dominio de los grandes inversores financieros.

Abstract

The present PhD Thesis is based on an analytical proposal which provides an institutionalist approach of finance and aims to explain the radical changes that have characterized the investment banking activity and investment banks in the United States during the last decades. The investigation of these changes has identified the existence of two mutations or profound transformations: the first one took place between the early 1980s and the late 1990s, whereas the second one occurred between the end of the nineties and the outbreak of the financial crisis in 2008.

Each of these transformations affected simultaneously and in an articulated manner the macroeconomic and institutional frameworks to which the investment banking activity is related, impacting as well the markets and agents involved. On the one hand, the link between the investment banking, the institutional framework and the economic dynamics has suffered profound transformations whereas, on the other hand, deep changes took place with respect to the functions of the capital markets (through their instruments and operations) and to the entities that were involved and dominated those markets (the major investment banks at first and then the large commercial banks as well).

Thus, the application of the institutionalist approach of finance provides a coherent analytical structure that explains the characteristics of each of the two periods of transformation and the sequence that links them, through the changes associated with the investment banking as well as to its components (markets and agents). Likewise, this approach explains the way in which two simultaneous mechanisms interacted during the second transformation period, one that stimulated the heyday of investment banking and another one that bred the conditions of a systemic crisis.

Consequently, the analysis provides specific results for each of these transformations and provides several final conclusions that allow us to explain in a consistent manner the succession of radical changes that the investment banking experienced between 1981 and 2008. Prior to the 1980s, its dimensions were reduced and its perimeter of activity was restricted by a tightly regulated institutional framework and the economic dynamic that was limiting the sources of financing available to companies and the possibilities of financial investment for the holders of the most part of the savings. After two decades of changes, its dimensions grew to become spectacular, the institutional framework lacked relevant regulations and the economic dynamic reflected the dominance of the largest financial investors.

Presentación y agradecimientos

El origen de esta Tesis Doctoral está en la formación académica que recibí en el Máster de Economía Internacional y Desarrollo durante los cursos 2011/12 y 2012/13, sobre todo por parte de cuatro asignaturas que sentaron las bases de las preocupaciones intelectuales que condujeron a esta investigación: Metodología de la Economía Aplicada, Economía Política Mundial, Economía de Estados Unidos y Macroeconomía aplicada a las finanzas. Esas preocupaciones se concretaron en la aproximación realizada en el Trabajo Fin de Máster sobre “El proceso de consolidación de los bancos de inversión en Estados Unidos”, dirigido por el profesor Enrique Palazuelos, que era precisamente quien impartía la tercera de las asignaturas mencionadas.

La elaboración de ese trabajo me aportó unos primeros conocimientos sobre el funcionamiento de la actividad de la banca de inversión y la evolución de los bancos que estaban especializados en esa actividad hasta finales de los años noventa. Sin embargo, durante su preparación y, más aún, tras la conclusión del trabajo fueron aumentando las preguntas y las dudas acerca de esa actividad y de esos bancos. Unas tenían que ver con los hechos que habían ocurrido, tanto en el período estudiado (años ochenta y noventa), como en los años posteriores y que habían desembocado en la gran crisis financiera de 2008. Otras dudas y preguntas surgían de la insatisfacción que tanto a mi como a mi directos nos provocaba el constatar la ausencia de un marco de análisis coherente y consistente en el que inscribir la interpretación de por qué la banca de inversión había cambiado radicalmente en el curso de los años ochenta y noventa, y más aún en los años 2000 hasta desembocar en la crisis financiera.

Las dudas se acrecentaron conforme me adentré en el estudio de los trabajos que analizan la crisis financiera. Un tipo de literatura se centra en los detalles técnicos que pudieron fallar en el manejo de los instrumentos y operativas de los mercados financieros, de modo que sería la existencia de fallos de mercado la causa principal que explicase la crisis. Un segundo grupo de trabajos se centra en los factores que guían las decisiones de los agentes financieros, de modo que serían elementos psicológicos y/o sociales, con frecuencia subrayando el “exceso de codicia” de los grandes bancos, los que actuaron como causa principal de la crisis. Un tercer grupo de explicaciones relaciona lo sucedido en la banca de inversión con el proceso de financiarización de la economía estadounidense, de modo que sería la creciente influencia de los agentes, criterios y mercados financieros sobre el resto de la economía el factor principal que causó la crisis. A su vez, los tres grupos de explicaciones consideran que la creciente desregulación financiera influyó en el proceso de la crisis, si bien le atribuyen efectos diferentes y le conceden una importancia explicativa también distinta.

Desde nuestro criterio de entonces, a veces guiado sólo por intuiciones, parecía cierta la existencia problemas técnicos que afectaron a la medición de riesgos asociados a la utilización de ciertos instrumentos financieros y a ciertas operativas. Igualmente, parecía evidente que la permanente aspiración a incrementar los niveles de beneficio y las ratios de rentabilidad había presidido la actuación de los grandes bancos, muy particularmente durante los años de apogeo de los mercados de capital. También resultaba evidente que durante ese proceso las finanzas habían adquirido una posición prominente en el conjunto de la economía. Y no parecía haber dudas acerca de que la intensa desregulación financiera desde los años ochenta había roto las reglas del juego anteriores y había creado un escenario financiero muy diferente.

Pero, aun siendo así, todo lo anterior parecían ser fragmentos explicativos incapaces de aportar una interpretación fecunda del funcionamiento de los mercados y de su deriva hacia la crisis. Además, una buena parte de la literatura tenía un carácter básicamente narrativo, limitándose con frecuencia a describir una secuencia cronológica, o bien a destacar ciertos episodios para establecer causas *ad hoc* de la crisis. Eran minoría los trabajos que establecían relatos causales basados en una pluralidad de elementos interactivos.

Estos estudios eran los que parecían más interesantes desde el punto de vista de la formación que la autora de esta tesis había recibido. En el curso de “Metodología de la economía aplicada” había profundizado en el enfoque histórico-estructural como perspectiva de análisis de fenómenos complejos con secuencias interactivas que excluyen la posibilidad de buscar interpretaciones lineales y monocausales. En el curso de “Economía Política Mundial” había profundizado en la necesidad de incorporar las relaciones de poder como componente imprescindible de la realidad social que interviene en los procesos económicos. En el curso de “Economía de Estados Unidos” había profundizado en la necesidad de articular las relaciones financieras con la dinámica macroeconómica. El curso de ‘Macroeconomía Aplicada’ me permitió profundizar en la comprensión de la dinámica macroeconómica desde una perspectiva financiera, a la vez que me aportó una primera aproximación hacia aspectos conceptuales y también técnicos de los instrumentos financieros.

A la luz de estos fundamentos formativos pude comprobar que también los estudios que establecían ciertos relatos causales presentaban importantes limitaciones, si bien eran los trabajos del *Post-Keynesian Institutionalism*, propuesto por Charles Whalen y otros autores de esa tradición, los que en mi opinión proporcionan las contribuciones analíticas relevantes.

Por tanto, el reto propuesto al afrontar la Tesis Doctoral consistía en elaborar un marco analítico capaz de aportar una mejor explicación de la crisis financiera, entendiendo que ese “mejor” implicaba la necesidad de una explicación más

coherente (por su estructura de análisis) y más consistente (por su potencia interpretativa). Adicionalmente, el reto implicaba también tomar en cuenta la restricción incorporada en la nueva normativa de los Estudios de Doctorado que limitaba el plazo de finalización de la tesis a tres cursos académicos. Esta Tesis Doctoral es, por tanto, el resultado del trabajo realizado durante los cursos 2013/14 a 2015/2016.

La investigación se centra en analizar un tipo de actividad financiera (banca de inversión) que forma parte de una estructura (financiera) que a su vez está integrada en otra (estructura económica) de Estados Unidos en un determinado intervalo de tiempo (1981-2008). Una actividad que hasta finales de los años noventa venían realizando en exclusiva los bancos de inversión, y a la que desde entonces se sumaron también los grandes bancos comerciales.

La elección del intervalo de tiempo es relevante porque se trata de un período de casi tres décadas en el que se constata un conjunto de hechos importantes que son los que en primera instancia generaban las preguntas de investigación. Desde el inicio de los años ochenta, la banca de inversión y los bancos de inversión conocieron una sucesión de cambios que con el paso del tiempo resultarían decisivos. Hasta ese momento, se trataba de una actividad financiera y de unas instituciones cuyas características se habían mantenido bastante estables durante casi medio siglo y cuya influencia en la economía había sido reducida. De forma unánime se reconocía que esa estabilidad había estado determinada por las leyes y demás normas reguladoras que se habían establecido en los años treinta formando parte de la estrategia del *New Deal* que había impulsado el Presidente Roosevelt.

Aquella sucesión de cambios proporcionó a la banca de inversión unas dimensiones sin precedentes a la vez que los bancos de inversión adquirían una creciente fuerza financiera. Pero, al mismo, tiempo, parecía que esas dimensiones y esa fortaleza financiera habían sido decisivas en el desencadenamiento de la crisis financiera. El término "*too big to fail*" se hizo mundialmente famoso para referirse a la importancia que habían alcanzado los grandes bancos y para justificar por qué debían ser rescatadas con grandes ayudas de dinero público, pues en caso contrario se convertirían en una grave amenaza para toda la economía. También parecía llamativo el hecho de que la máxima gravedad de la crisis afectara precisamente a esos grandes bancos cuando uno de sus *mantras* había sido que su actividad contribuía a diversificar y a minimizar los riesgos financieros. Por último, con el estallido de la crisis se produjo la desaparición jurídico-financiera de los grandes bancos de inversión sin que ese hecho afectase a la continuidad de la actividad de banca de inversión.

Aunque los objetivos, las hipótesis y la estructura de la tesis se exponen en el primer capítulo, en esta presentación cabe avanzar que la investigación se fundamenta en

una propuesta analítica que, bajo la denominación de “enfoque institucionalista de las finanzas”, sintetiza las enseñanzas recibidas sobre el análisis histórico-estructural, las relaciones de poder desde una perspectiva de la economía política y la articulación de las finanzas con la dinámica macroeconómica.

Por último, quiero expresar mis más sinceros agradecimientos a unos magníficos profesores y compañeras que me han brindado los ánimos e inspiración sin los que este trabajo un habría visto la luz.

Empezando por mi director Enrique Palazuelos, quien aceptó generosamente hace ya cuatro años la dirección de un trabajo de fin de master que acabaría siendo el punto de partida de la tesis. Nuestros innumerables debates durante las sesiones de trabajo han constituido una continua y fructífera fuente de aprendizaje para mí, acabando por cambiar mi forma de entender el trabajo académico y la investigación durante mi trayectoria como doctoranda.

Mi enorme gratitud también a Ángel Vilariño, siempre dispuesto ayudar superar cualquier obstáculo y con el que he tenido la suerte de trabajar y de formarme tanto en la vida académica como en la personal. Tras el camino recorrido durante todos estos años, su amplísimo conocimiento en los temas financieros ha impregnado mi forma de pensar la economía y me han brindado una visión de la vida que difícilmente habría podido obtener en otros ámbitos.

Esta investigación se ha beneficiado enormemente de la generosidad de Rafa Padilla, con el que he podido debatir diversos aspectos de la misma en distintos periodos de mi madurez intelectual y quien se ha ofrecido amablemente ampliar mis conocimientos en la macroeconomía y en el estudio en profundidad de autores tan importantes como Minsky o Kalecki que componen una parte sustancial del marco teórico de la tesis.

Por supuesto agradezco enormemente las intensas sesiones de trabajo sobre finanzas y macroeconomía con Patricia, Juan y Pablo, de los que he podido aprender tantas cosas, como también su honestidad profesional y su compromiso en todo momento con el más absoluto rigor en el trabajo de investigación, a pesar de los incentivos en sentido contrario que pueda haber en ocasiones.

Agradezco igualmente las sugerencias que me hicieron los compañeros y compañeras del Seminario sobre Macroeconomía kaleckiana y minskiana del ICEI al presentar los avances que pasaron a formar parte de los capítulos 4 y 5. Estoy también en deuda con los integrantes del Seminario sobre Crisis Económica del grupo de investigación sobre Economía Política Mundial, por las aportaciones realizadas en las dos sesiones en las que expuse los avances que después pararon a integrarse en los capítulos 1 y 6 de esta investigación.

Capítulo 1. UN ENFOQUE INSTITUCIONALISTA DE LAS FINANZAS: PROPUESTA ANALÍTICA E HIPÓTESIS

Este primer capítulo establece las coordenadas teóricas y metodológicas desde las que se afronta el objetivo de la tesis doctoral: explicar la profunda transformación que han experimentado la banca de inversión y los bancos de inversión en Estados Unidos durante las tres últimas décadas.

El capítulo está organizado en seis apartados. Los cuatro primeros presentan las referencias teóricas que se han utilizado para elaborar el enfoque. El punto de partida son las aportaciones de los autores pioneros que situaron a las instituciones en el centro del análisis económico. Seguidamente se aborda la conexión de esas contribuciones seminales con las aportaciones que hicieron otros pioneros, los teóricos de la macrodinámica económica, favoreciendo la comprensión de los vínculos entre las finanzas y el desarrollo económico capitalista. El tercer apartado examina la singularidad de las aportaciones de Hyman Minsky acerca de la inestabilidad financiera estructural del capitalismo. El cuarto apartado considera las nuevas contribuciones que permiten establecer una mejor formulación de la visión institucionalista sobre las finanzas. El quinto apartado presenta la formulación concreta que se propone, especificando cuáles son los fundamentos del enfoque y cómo se aplican al caso de la banca de inversión. Por último, sexto apartado establece los objetivos, las hipótesis y la estructura general de la tesis.

1. CIMIENTOS DE LA TRADICIÓN INSTITUCIONALISTA

Thorstein Veblen, John Commons y Wesley Mitchell, sentaron las bases desde las que se desarrolló una tradición de pensamiento económico que sitúa a las instituciones sociales en el centro del análisis económico. Sus contribuciones, surgidas entre finales del siglo XIX y las primeras décadas del siglo XX, nunca tuvieron la intención de convertirse en una teoría económica de alcance general que pudiera construirse mediante la codificación en un conjunto sistemático y organizado de teorías específicas. Un propósito que también eludieron los autores institucionalistas posteriores, considerando que el institucionalismo económico¹ es una “forma de mirar”, es decir, un enfoque o perspectiva analítica desde la que

¹ El término “*Institutional economics*” comenzó a ser utilizado a partir de 1916 para denominar a esa tradición de pensamiento y adquirió estatus académico cuando Walton Hamilton lo empleó en la Conferencia Anual de la American Economic Association celebrada en 1918.

analizar la relación economía-sociedad. Entre sus principales postulados cabe destacar los tres siguientes²:

1. *El concepto de instituciones.* Desde sus primeras formulaciones Veblen (1898) asoció las instituciones con los “hábitos” predominantes en las relaciones del individuo con la sociedad. De ese modo, el concepto de instituciones quedó vinculado a una conjunción de elementos (normas, organismos, comportamientos, convenciones y formas de pensar) que se refieren a las actuaciones de las personas como sujetos colectivos. Desde esa orientación, Commons (1934) identificó las instituciones con las acciones colectivas que guían y controlan las acciones individuales.

2. *El carácter dual de las instituciones.* La diversidad de elementos constitutivos de las institucionales se puede agrupar en torno a dos tipos según cuál sea su grado de organización o formalización. Según la terminología de Commons (1934), esas acciones colectivas que guían o controlan pueden ser instituciones no organizadas o informales e instituciones organizadas o formales. Las primeras se refieren a las prácticas sociales que mediante rutinas se asimilan a escala social y ejercen esa función de guía y control. Las segundas se refieren a organismos y normativas legales desde las que se generan reglas de comportamiento. Ambos tipos de institucionales incorporan incentivos que estimulan a que los sujetos sociales realicen ciertas actuaciones, a la vez que incorporan restricciones, incluso sanciones, que limitan o excluyen otras acciones de los sujetos sociales.

3. *El cambio institucional.* Recurriendo a la analogía que aportaba la teoría darwinista de la evolución biológica, Veblen (1919) argumentó el carácter evolutivo de los procesos económicos mediante actores que combinan la herencia, la variación y la mutación o profunda transformación de las instituciones. Esa formulación sirvió de base para que después autores como Myrdal introdujesen el principio de causación acumulativa con el que explicar determinados procesos de reproducción y/o transformación de las relaciones económicas. De ese modo, la dinámica económica queda sometida a tensiones institucionales, que en unos casos son proclives a la repetición de patrones o regularidades de los mismos hábitos y en otros casos favorecen la alteración de esas regularidades a lo largo del tiempo.

Con tales postulados, el enfoque institucionalista proponía una forma de entender la economía que se oponía frontalmente a la que ofrecían los postulados de la tradición marginalista o neoclásica que a finales del siglo XIX se había convertido en el *mainstream* académico en Europa. El enfoque institucionalista contradice así la

² Las referencias seminales más importantes se encuentran en: Veblen (1898, 1899, 1904), Commons (1924, 1934, 1950) y Mitchell (1913, 1927, 1967). Entre los trabajos relevantes que se refieren a esa tradición de pensamiento: Hodgson (1998, 1999, 2004), Gatti et al. (1994), Rutherford (1994, 2001), Stanfield (1999, 2006) y Whalen (1993, 1996, 2008a).

visión estática del equilibrio, la visión individualista de los agentes económicos dotados de atributos como optimizadores racionales, la autorregulación de los mercados, la existencia de competencia perfecta, la utilización de relaciones mecanicistas y otras premisas básicas que forman parte de la tradición de pensamiento neoclásico.

El enfoque institucionalista proponía otro estilo de pensar la teoría y de proceder metodológicamente en el análisis económico para acercarse a conocer la realidad, mediante un marco coherente de interpretación y un método factible de indagación. Renunciaba a dotarse de una cosmovisión desde la que proponer una metateoría abstracta con leyes universales y permanentes. Por el contrario, los autores institucionalistas aportaban una colección de propuestas o criterios centrales con los que favorecer la elaboración de teorías específicas que pudieran explicar las actividades y las relaciones económicas como procesos imbricados en la historia, la política, la cultura de la sociedad y los cambios tecnológicos.

A su juicio, la economía era una disciplina con un carácter eminentemente social e interdisciplinario, dedicada a promover la construcción de modelos creativos con los que investigar las causas que explican fenómenos observados que fuesen relevantes para la sociedad. La finalidad del análisis era conocer las conexiones causales que funcionaban en la estructura social, intentando descubrir las características estructurales que permiten interpretar los resultados. En ese sentido, su aproximación al funcionamiento de los mercados reales (bienes, recursos productivos, dinero, capitales) rechazaba que se tratase de mercados naturales dotados de comportamientos mecánicos por parte de quienes intervienen en los intercambios. Al contrario, los mercados eran instituciones concretas y cambiantes que respondían a relaciones sociales en las que estaban presentes intereses diversos y a veces en conflicto.

Con tales planteamientos, las propuestas institucionalistas trazaban distintos grados de afinidad con otras líneas de pensamiento, en particular con la economía política y con los autores que destacaban la importancia de las finanzas en la evolución cíclica de la economía.

De un lado, el institucionalismo conectaba en una cuestión central con el enfoque de economía política surgido de las aportaciones de Smith y Ricardo y de los desarrollos críticos de Marx. Esa cuestión era la necesidad de considerar que las instituciones, las relaciones sociales, los mercados, las actuaciones estatales y demás cuestiones a estudiar existían de forma concreta en un determinado tipo de economía: el capitalismo. Por esa razón, era imprescindible considerar la importancia del carácter privado de la propiedad de los bienes de producción y de la búsqueda de beneficio como objetivo fundamental de esos propietarios. De esa

manera, resultaba ineludible considerar la relación existente entre las actividades económicas y la estratificación de la sociedad en clases sociales.

De otro lado, la importancia de las finanzas en la dinámica de la economía quedó tempranamente de manifiesto cuando Veblen destacó la relevancia del “*business cycle*” como una de las principales regularidades del comportamiento de la economía, mientras que Commons insistió en la conexión que existía entre el crédito y los ciclos. Más aún, Mitchell fue pionero en el estudio estadístico de los ciclos económicos, proponiendo diversas explicaciones sobre sus causas y asociando el tránsito de una fase expansiva a otra contractiva debido a las consecuencias que se derivan del ajuste entre las decisiones de inversión en bienes de capital cuya rentabilidad se obtiene a largo plazo y las decisiones financieras cuyas obligaciones de pago se contraen a corto plazo.

La originalidad y la profundidad del pensamiento institucionalista le proporcionaron una creciente influencia durante las cuatro primeras décadas del siglo XX, sobre todo en Estados Unidos. Su presencia académica fue notoria en los departamentos de economía de un número cada vez mayor de universidades y su influencia social se plasmó en la participación de numerosos institucionalistas en los organismos de la Administración Roosevelt que impulsaron la política económica del *New Deal*.

En el ámbito académico, Abba Lerner y John Maurice Clark fueron dos de los economistas más destacados de la época, merced a sus aportaciones sobre las instituciones y su relación con las finanzas y la dinámica de las economías. Gardiner Means y Adolf Berle estudiaron las nuevas formas de propiedad y de gestión de las grandes empresas, es decir, la *Modern Corporation*. En el ámbito gubernamental, economistas como Altmeyer y Tugwell, junto con abogados como Cohen y Corcoran, sentaron las primeras bases de la seguridad social, la regulación de la actividad agraria y otros mecanismos del entramado institucional creado por el *New Deal*. Sus objetivos consistían en evitar los comportamientos espasmódicos de los mercados financieros, estimular la reactivación económica durante la depresión, organizar la negociación colectiva entre empresarios y trabajadores, y regular las posiciones de poder de las grandes compañías en los mercados.

2. DIÁLOGO DE DOBLE DIRECCIÓN CON LAS TEORÍAS MACRODINAMICAS

Durante la primera mitad del siglo XX, tres teóricos fundamentales en la historia del pensamiento económico, Keynes, Kalecki y Schumpeter, enlazaron sus principales propuestas teóricas con la importancia de las instituciones en el desenvolvimiento

de la economía. Simultáneamente autores institucionalistas formularon propuestas que estrechaban vínculos con la macrodinámica.

2.1. Aproximaciones institucionales desde la macrodinámica

La aproximación institucional de Keynes (1936, 1937) está incorporada en dos de sus principales contribuciones teóricas³. La primera está en la teoría de la demanda efectiva que formuló mediante dos tesis complementarias: a) la inversión es la variable determinante en las variaciones de la producción y el empleo; b) las expectativas (*animal spirits*) que tienen los empresarios son el principal condicionante de la inversión, ya que adoptan sus decisiones en condiciones de incertidumbre radical sobre la evolución de la economía y de su contexto sociopolítico. Por tanto, el desconocimiento de lo que sucederá en el futuro hace que los empresarios asuman reglas de comportamiento con las que construyen sus decisiones de inversión, que a su vez resultan fundamentales para el desenvolvimiento de la economía.

La segunda también forma parte de la teoría de la demanda efectiva, destacando la decisiva función institucional que ejerce el Estado. Cuando la economía se encuentra en recesión existe un alto nivel de desempleo y predominan las expectativas pesimistas que evitan la reactivación de la inversión y, por tanto, la recuperación de la producción y el empleo. En esas condiciones, sólo la actividad del gobierno puede activar los resortes que impulsen la recuperación de la economía, mediante la demanda pública de consumo e inversión y otras decisiones de política económica. Ese impulso estatal incrementa la demanda agregada y favorece la mejora de las expectativas empresariales, que es la única forma de que se incremente la inversión privada y se consolide el crecimiento de la economía.

Las otras dos aproximaciones al enfoque institucionalista forman parte de la teoría de la preferencia por la liquidez, con la que Keynes caracteriza que la economía capitalista es una economía monetaria y rechaza la neutralidad del dinero. De un lado, el dinero es susceptible de usos alternativos por parte de las empresas y los hogares, pero en condiciones de incertidumbre sus comportamientos no tienen referencias objetivas, por lo que sus decisiones también están guiadas por expectativas, es decir, se sustentan en reglas y hábitos de carácter social.

De otro lado, los usos alternativos del dinero determinan los precios de los activos financieros, según cuál sea su grado de liquidez con respecto a los rendimientos esperados. Por esa razón, los agentes económicos pueden adoptar decisiones que

³ Esta aproximación institucional es destacada por: Crotty (1990), Chasse 1991, Dillard (1980), Dymski (1988, 1994a), Dymski y Pollin (1994), Keller (1983), Minsky (1975), Niggle (2006), Skidelsky (2003), Tymoigne (2003), Whalen (2001, 2008a) y Wray (2011).

favorecen o perjudican a la inversión productiva. Al mismo tiempo, las entidades financieras son empresas capitalistas que tienen sus propios intereses y que intervienen en los mercados de dinero y de activos financieros guiadas por sus propias expectativas de rentabilidad versus riesgo. Consecuentemente, existen varios rasgos institucionales que conectan los mercados financieros con la dinámica general de la economía.

Un segundo macroeconomista que estableció vínculos con el institucionalismo fue Michal Kalecki (1943, 1971a, 1971b)⁴. Lo hizo mediante cuatro elementos que eran distintos a los de Keynes a pesar de las afinidades entre las propuestas teóricas de ambos. El primer vínculo kaleckiano tiene un alcance general puesto que corresponde al enfoque de economía política que había heredado del pensamiento de Marx y que impregna el conjunto de su obra. Según ese enfoque, el carácter capitalista de la economía hace que la búsqueda del beneficio guíe las decisiones de inversión de las empresas y que la acumulación de capital en manos de los propietarios sea su consecuencia inevitable. Por tanto, su teoría macrodinámica basada en el comportamiento de la demanda agregada incorpora la importancia de los elementos institucionales que forman parte de las decisiones de inversión.

El segundo vínculo institucional de Kalecki reside en su interpretación de la dinámica cíclica de la economía para lo cual incorpora la influencia de la distribución de la renta cuyo comportamiento está fuertemente influido por factores institucionales. Inicialmente relacionó la distribución de la renta con el grado de monopolio que presentan los mercados, pero más adelante incorporó también el grado de conflicto social como explicación. La interacción de ambos factores hace que el resultado de la pugna distributiva entre salario y beneficio por el reparto de la renta sea incierto y quede condicionado por diversos factores institucionales. En términos generales, este vínculo institucional es compartido por los economistas de la “Ecuación de Cambridge, UK”, es decir, Nicholas Kaldor, Richard Kahn, Joan Robinson y Luigi Pasinetti.

El tercer vínculo se refiere al funcionamiento de los mercados. El mercado de trabajo está condicionado por elementos institucionales que se derivan tanto de la organización social como de las relaciones entre empresarios y asalariados. En los mercados de bienes, los precios dependen del grado de concentración monopólica que rige la competencia entre las empresas. Y en ambos casos, el Estado tiene capacidad para modificar el funcionamiento de esos mercados, lo cual influye en la distribución de la renta y en la dinámica de crecimiento de la economía.

⁴ Esta aproximación institucional es destacada por: Dymski (1996, 2012), Feiwel (1975), King (1996), Mott (1982), Robinson (1964 1977), Sawyer (1985, 1999, 2004), Sebastiani (1989) y Toporowski (2012).

El cuarto vínculo institucional de Kalecki surge de su formulación del principio del riesgo creciente asumido por las empresas, señalando la relación que existe entre la inversión, su financiación y la generación de ahorro. Los elementos institucionales están presentes en la relación que existe entre las decisiones de inversión, la demanda de crédito y la oferta de dinero por parte de los bancos. De ese modo, asocia la importancia de las finanzas al comportamiento de las empresas que se endeudan para invertir, si bien no destaca la relevancia específica de las entidades bancarias y de los mercados de capital.

El tercer teórico, Joseph Schumpeter (1912, 1939, 1942), comparte con los dos anteriores su preocupación por explicar la dinámica de la economía, pero lo hace mediante propuestas teóricas bastante alejadas. Su interpretación del desarrollo capitalista a largo plazo presenta dos afinidades con el enfoque institucionalistas⁵. Por una parte, su tesis central sostiene que los grandes hallazgos científico-técnicos surgen de manera discontinua (por racimos) a lo largo del tiempo y que su aplicación a la economía (tecnología) es el factor que determina el crecimiento a largo plazo. La incorporación de la tecnología modifica la estructura de la producción y la morfología de los mercados a favor de las empresas innovadoras. Pero la aplicación de la nueva tecnología requiere de un tipo específico de empresario, dotado de capacidad innovadora y dispuesto a afrontar los riesgos que supone buscar nuevas ventajas con las que mejorar su posición en el mercado. Por lo tanto, ese “emprendedor” debe tener determinados atributos institucionales que le diferencian de las condiciones que rigen el contexto general.

Por otra parte, la nueva tecnología incorporada impulsa un movimiento de imitación y superación entre las empresas que desean competir con las más innovadoras. La intensidad y el grado de generalización de ese impulso dependen de condiciones institucionales, principalmente de cuál sea la cultura empresarial y de los estímulos u obstáculos que encuentre la difusión de la tecnología en la sociedad. Ese impulso es el que determina el crecimiento de la producción a lo largo del tiempo hasta que se agoten los comportamientos imitativos que van proporcionando ventajas incrementales. Comienza entonces una fase de allanamiento tecnológico que conduce a la recesión de la economía y se convierte en un período de destrucción creativa y de selección competitiva. En su transcurso se generan nuevos hallazgos tecnológicos y nuevas iniciativas emprendedoras.

2.2. Aproximaciones institucionales hacia la macrodinámica

Los tres acercamientos expuestos desde las teorías macrodinámicas hacia las instituciones estuvieron acompañados de propuestas que hicieron distintas

⁵ Esta aproximación institucional es destacada por: Bellofiore (1985), Block y Keller (2011), Mazzucato (2013), Mazzucato y Wray (2015), Minsky (1986d, 1990), Whalen (2001) y Wray (1994).

corrientes institucionalistas buscando la conexión de las instituciones con el funcionamiento dinámico de la economía. En este sentido, resumimos cuatro líneas de aproximación.

Una primera línea vinculó a ciertos autores institucionalistas con el análisis keynesiano del dinero y la inversión. Según Petersson (1977, 1987), Keynes y el institucionalismo se asemejan a dos trenes que se desplazan por vías paralelas hacia un destino común. De forma particular, enfatiza la necesidad de considerar a la economía como un sistema inestable e incierto en el que las instituciones juegan un papel fundamental para definir su trayectoria cíclica. Otros autores como Dillard (1980, 1987), Brazelton (1981) y Keller (1983) relacionaron las tesis monetarias de Keynes con las instituciones financieras y el papel de las finanzas para explicar el funcionamiento de la economía.

Una segunda línea estrechó los lazos de otro grupo de institucionalistas con autores evolucionistas inspirada en Schumpeter⁶. Ese vínculo aportó una lectura del funcionamiento de la innovación tecnológica, las empresas, los mercados y los gobiernos, basado en la interacción de hábitos, reglas y marcos normativos. Los procesos económicos quedan determinados principalmente por el progreso técnico mediante trayectorias que combinan las rutinas cotidianas, con el cambio incremental y con la mutación que modifica dichas trayectorias. Esos estudios ponen de manifiesto los comportamientos desiguales entre las empresas, entre los gobiernos y entre las estructuras productivas de economías nacionales.

Una tercera línea entroncó el enfoque institucionalista con las teorías del crecimiento económico y del desarrollo económico aplicado a las condiciones específicas de las economías subdesarrolladas. Los estudios empíricos de Simon Kuznets (1955, 1968) sobre EE.UU. y otros países revelaban la relación de las etapas históricas de sus economías con los cambios socio-institucionales. Los trabajos de Gunnar Myrdal (1953, 1957, 1970) analizan los problemas de las economías pobres y su relación con los factores instituciones que afectan a la reproducción del subdesarrollo.

Una cuarta línea profundizó en el estudio de la toma de decisiones en las empresas y el funcionamiento de los mercados. John Galbraith (1969, 2001) examinó los cambios en la propiedad y la estructura de dirección y gestión de las empresas, sosteniendo que el dominio de la tecno-estructura se basaba en el control que ejercían los managers ejecutivos sobre las decisiones estratégicas de las grandes corporaciones y en control externo que ejercían esas grandes empresas sobre los mercados. A partir de ese estudio, Wilber y Jameson (1983) formularon su tesis

⁶ Entre los trabajos de referencia de esa visión, véanse: Nelson y Winter (1982), Dosi (1988), Dosi y Lovaglio (1997), Dosi et al (1988), Freeman y Soete (1997) y Pérez (2002). Hodgson (1999) y Pelikan (2014) explican el nexo entre institucionalismo y evolucionismo.

sobre la vertebración de un sistema económico bifurcado que permite la coexistencia de multitud de pequeñas y medianas empresas junto con oligopolios que dominan los mercados y pueden programar sus estrategias. Algunos de esos trabajos sobre el comportamiento de las empresas y los mercados conectaban con las propuestas de la *Behavioral Economics* inspirada en Herbert Simon (1984) sobre las condiciones de racionalidad limitada e incertidumbre que rigen las decisiones de los agentes económicos y que dan lugar a posiciones asimétricas de las empresas en los mercados⁷.

3. MINSKY: EL CARÁCTER FINANCIERO DEL CAPITALISMO Y SU INESTABILIDAD ESTRUCTURAL

La fundamentación de la naturaleza financiera de la economía capitalista y sus consecuencias experimentó un avance decisivo con las contribuciones de Hyman Minsky. A modo de un crisol, la obra de Minsky fundió un conjunto de aportaciones precedentes sobre las características financieras y macrodinámicas del capitalismo, proponiendo una explicación de la inestabilidad estructural de la economía. En esa elaboración acertó a formular algunas ideas asociadas al enfoque institucionalista, sobre la actividad financiera y el papel de los bancos; si bien, como señalan Arestis, Nissanke y Stein (2003) y Sinapi (2011), esas ideas están formuladas de manera intuitiva y necesitan desarrollarse dentro de un tratamiento más integral.

El proceso de elaboración teórica de Minsky fue enriqueciendo la perspectiva keynesiana de sus primeros trabajos con las contribuciones que recogió de Kalecki y de Schumpeter, habiendo sido alumno de este último en la universidad de Harvard. Construyó así una propuesta teórica que pretendía explicar el desarrollo inestable de la economía y su relación con el comportamiento financiero de las empresas y de los bancos.

3.1. Carácter financiero de la economía, innovaciones y ciclo económico

Desde sus inicios Minsky (1969, 1975) asumió tres propuestas básicas de Keynes: a) la economía capitalista es una economía monetaria, b) el crecimiento de la producción depende fundamentalmente de la inversión y c) las empresas adoptan sus decisiones de inversión en condiciones de incertidumbre radical. Esas tres propuestas le permitieron establecer un conjunto de postulados sobre el carácter financiero de la economía capitalista, que en lo fundamental estaban presentes en la teoría de Keynes y, en buena parte, también en la de Marx:

⁷ En esta breve relación de líneas de conexión no se incluyen referencias a los trabajos de la corriente denominada “neoinstitucionalista” (North, Williamson, Alchian, Olson, Schotter). Sin desdeñar sus contribuciones, la prioridad de esos autores ha sido incorporar el papel de ciertas instituciones dentro de las propuestas fundamentales de la tradición neoclásica, de modo que no recogen los postulados y los criterios metodológicos planteados por los trabajos seminales del institucionalismo.

- El dinero se encuentra al comienzo y al final del proceso económico, de modo que las decisiones financieras sobre su utilización anteceden a la fase de producción y suceden a la fase de intercambio.
- Los agentes económicos se enfrentan a decisiones sobre cómo adquirir activos, cómo financiarse mediante compromisos de pago (basados en expectativas de ingresos futuros e inciertos) y cómo gestionar sus flujos de caja.
- Los mercados financieros (préstamos y títulos) juegan un papel decisivo en la economía, comenzando por el hecho de que son determinantes en las decisiones de inversión.
- El objetivo de los poseedores de ahorro es incrementar su cantidad de dinero (riqueza) y los mercados financieros son el medio de realizarlo.
- El desenvolvimiento de los mercados financieros despliega una dinámica que, según los momentos, mantiene mayor/menor relación con la producción y el intercambio de bienes, ya que *a priori* no existen garantías de cuál será la asignación del dinero disponible por parte de los poseedores de ahorro.

Analizando lo que denominó “Paradigma Wall Street”, profundiza la idea de Keynes acerca de la naturaleza específica de los bancos en una economía capitalista, considerando que se trata de empresas cuyo funcionamiento y cuyas estrategias tienen un objetivo propio: incrementar su ganancia financiera. Por esa razón, la función principal que desarrollan las entidades financieras no es una labor técnica de intermediación (entre los poseedores y demandantes de ahorro) y son creadoras de liquidez mediante la concesión de préstamos y la actuación en los mercados de capital. Recogiendo la crítica de Keynes a la visión convencional, Minsky sostiene que los préstamos no surgen de la existencia de depósitos creados por los ahorradores sino de la demanda de crédito proveniente de las empresas. El ahorro no es el origen de la inversión, sino que surge de la actividad económica. Es el incremento de renta que genera la inversión (impulsada por los préstamos) el que eleva la cuantía del ahorro y, por ello, los depósitos.

Durante los años ochenta, tras las medidas desreguladoras adoptadas por la Administración Reagan, Minsky (1986abc, 1990) desarrolla la explicación de Schumpeter sobre la importancia de la innovación tecnológica. Por un lado, la inversión en nuevas tecnologías requiere de una financiación previa, e incierta, con respecto a los ingresos que generará la producción y venta de los nuevos productos. Por otro lado, las entidades financieras promueven la innovación de instrumentos financieros, y con ello tiende a modificar la estructura de su balance (tanto en sus activos como en sus pasivos) con el objetivo de lograr mayores ganancias, pero asumiendo mayores riesgos⁸.

⁸ Minsky destacó muy tempranamente la importancia que tendrían después dos de las innovaciones financieras introducidas en aquellos años: las hipotecas ajustables a la evolución de los tipos de interés y la titulización de los créditos.

Igualmente, tomando varias propuestas de Kalecki y Schumpeter sobre la dinámica cíclica de la economía, Minsky (1982, 1986ad, 1992a, 1993) formula una interpretación del ciclo económico centrada en la relación de las finanzas y la inversión.

- La búsqueda de beneficios es el móvil de la inversión de cualquier empresa capitalista.
- La inversión se realiza en gran parte con préstamos de las entidades financieras. Por tanto, la dinámica de acumulación de capital comporta una relación entre decisiones de inversión de largo plazo en los bienes de capital y decisiones financieras de corto plazo sobre la magnitud y el modo de financiar esa inversión.
- Los prestatarios y los prestamistas toman sus decisiones a partir de previsiones de ingresos y de pagos que son inciertas y, por tanto, pueden resultar inestables o fallidas. A la vez, esas decisiones de inversión y financiación determinan cambios estructurales en la economía cuyos resultados vuelven a influir en las nuevas decisiones financieras de los prestatarios y de los prestamistas.
- Las innovaciones tecnológicas (productivas y financieras) amplían el alcance de los cambios estructurales, perturban cualquier situación de equilibrio, estimulan el crecimiento y promueven nuevas decisiones de financiación e inversión.

3.2. Inestabilidad financiera estructural

El germen de la principal contribución teórica de Minsky acerca del carácter estructural de la inestabilidad financiera de la economía capitalista, estaba en sus trabajos de los años setenta (1974, 1975). No obstante, su argumentación más consistente quedó expuesta en sus dos obras centrales (1982, 1986a) y su formulación más completa quedó plasmada en los numerosos trabajos de los años noventa hasta su muerte en 1996.

Formulada como “Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”, se trata de una propuesta que explica cómo las tendencias inerciales de la economía capitalista generan inestabilidad financiera, haciendo que las empresas (productivas y financieras) transiten desde una posición de solidez a otra de fragilidad financiera. La argumentación se sintetiza en una secuencia de tres fases por las que transitan las empresas prestatarias que se endeudan para invertir. Parten de una posición de solvencia (*hedge*) desde la que contraen unas obligaciones de pago en forma de intereses y principal que pueden cumplir mediante los flujos de caja que ingresan; pasan a una posición inestable (*speculation*) que expresa la dificultad para devolver el principal de sus deudas, ya que los flujos de caja pueden cubrir únicamente el pago de intereses; e incurrir en una posición crítica (*ponzi*) cuando la dificultad se extiende también al abono de los intereses de las deudas, y dependen por tanto de

la revalorización indefinida del valor de sus inversiones apalancadas para mantenerse a flote.

En un primer momento, la demanda de préstamos a los bancos está respaldada por el aumento de la producción, los ingresos y los beneficios de las empresas en plena fase de expansión de la economía. En una posición *hedge* no tienen problemas para devolver las obligaciones derivadas de la deuda contraída, pero las expectativas favorables estimulan la adopción de decisiones que implican una deuda mayor. Por parte de los bancos, el aumento de la demanda de préstamos es respondido con un incremento de la oferta crediticia ante la expectativa de elevar su beneficio. Además, las expectativas favorables creadas durante la fase expansiva de la economía estimulan dos novedades en la actuación de los bancos. De un lado, el aumento de la concesión de créditos modifica la estructura de su balance tanto su activo como su pasivo. De otro lado, crean nuevos instrumentos y nuevas operaciones en los mercados financieros para expandir su actividad.

En un segundo momento, el tránsito a una posición de *speculation* puede deberse a que las empresas prestatarias han contraído deudas exageradas con respecto a sus futuros ingresos, o bien a que no siendo altos los niveles de deuda sin embargo aumentan las dificultades para devolver los pagos debido a que flujos de ingresos son inferiores a los esperados (por retrasos o por impagos). En este segundo caso, el origen de los problemas es externo a la empresa endeudada, pues se deriva de las condiciones vigentes en los mercados, que afectan a sus ventas y/o sus ritmos de cobro.

Simultáneamente, por parte de los bancos, la evidencia o la intuición de que las empresas endeudadas tienen dificultades de pago eleva la amenaza de *default* e induce dos posibles reacciones: una es negar o reducir la oferta crediticia; la otra es encarecer los préstamos con tipos de interés más altos que reflejen el incremento de riesgo en el que incurren. Ambas reacciones ocasionan *credit crunch* que empeora la posición financiera de las empresas prestamistas y repercuten negativamente en las condiciones de las empresas endeudadas. La restricción de la oferta de dinero provoca una reducción de la inversión y, por tanto, de la producción y de los ingresos de las empresas prestatarias, lo que ahonda sus dificultades de pago. El encarecimiento de los préstamos produce los mismos efectos mediante la reducción de la demanda de dinero, o bien mediante la exigencia de mayores intereses que deben pagar. En ambos casos, las decisiones dan lugar a dos problemas simultáneos: los deudores tienen mayores dificultades para devolver las deudas mientras que los prestamistas tienen mayores dificultades para recuperar sus préstamos. Los primeros fragilizan su balance por el lado del pasivo y los segundos lo hacen por el lado del activo.

En un tercer momento, el acceso a una posición *ponzi* agrava la fragilidad financiera de ambas partes en un grado que depende de tres factores: a) el nivel de deuda y las condiciones de financiación, b) los riesgos de los proyectos de inversión emprendidos con esa financiación y c) la intensidad con la que los problemas afecten a los balances de prestamistas y prestatarios. El estallido de una crisis financiera se produce cuando se encadena un conjunto de sucesos que afecta a un número significativo de deudores insolventes para afrontar sus pagos. Entonces se interrumpe la liquidez en el mercado de dinero, caen las cotizaciones de los títulos vendidos para afrontar las deudas, se interrumpe la liquidez en los mercados de capital, drenan los flujos de ingresos de prestatarios y prestamistas, y los balances financieros reflejan situaciones de quiebra. Se inicia entonces un periodo de deflación de deuda acumulada, según la denominación de Fisher retomada por Minsky.

Por tanto, la propuesta teórica de Minsky se sustenta en dos proposiciones centrales. La primera es la relación estructural entre estabilidad e inestabilidad financiera. Como señalan McCulley 2009 y Parodi 2009 la propia estabilidad es desestabilizadora, de modo que se trata de una estabilidad nunca llega a ser el destino final, sino tan solo una etapa del viaje hacia la inestabilidad. De modo que ambas se retroalimentan a través de una dinámica cíclica que péndula desde la robustez hacia la debilidad, desde un régimen financiero *hedge* hacia otros bajos los cuales la economía se torna inestable (*speculation* y *ponzi*). De esta forma los tiempos de bonanza o de estabilidad económica contienen en sí mismos los gérmenes de la inestabilidad y de la fragilidad financiera que se desarrollan conforme un régimen financiero da paso al siguiente. La segunda proposición es la relación estructural entre los balances de todos los agentes de la economía, por lo que se convierten en los catalizadores y propagadores de la inestabilidad financiera y, llegado el momento, de la cadena de defaults a través de múltiples efectos de contagio. En este proceso la capacidad de pago de las deudas contraídas y certeras, está intrínsecamente vinculada con la realización de unos flujos o promesas de pago futuras y por tanto radicalmente inciertas, que proceden de la actividad productiva.

3.3. Rasgos institucionalistas

Minsky argumenta que se trata de una dinámica endógena y estructural, es decir, lo contrario de una situación ocasional y/o provocada por *shock* externos a la propia evolución de la economía. Esa explicación contiene tres rasgos que vinculan a Minsky con el enfoque institucional⁹.

⁹ Esa vinculación es analizada por un gran número de trabajos. Véanse: Arestis y Eichner (1998), Arestis, Nissanke y Stein (2003), Fazzari y Papadimitriou (1992), Dymski (1993a, 2002), Dymski y Pollin (1992), Lavoie y Seccareccia (2001), Mazzucato y Wray (2015), Papadimitriou y Wray (1998), Whalen (1996, 1997, 1999, 2002, 2008bd, 2011b, 2012), Wray y Papadimitrou (1997) y Wray (2010, 2011).

El primero consiste en lo que Sinapi (2011) señala como la institucionalización del carácter procíclico de la toma de riesgos por parte de los agentes económicos, mediante la combinación de dos características del capitalismo. De una parte, las empresas (productivas y financieras) tienen como objetivo la consecución de beneficios; por eso unas se endeudan y otras conceden préstamos. De otra parte, las decisiones financieras se basan en expectativas de beneficios, ya que las empresas bajo condiciones de incertidumbre radical, las empresas desconocen lo que ocurrirá después de que adopten sus decisiones de inversión y financiación.

El segundo rasgo estriba en la posibilidad de que los poderes públicos provean a las relaciones financieras de un sistema de normas y de intervenciones que puedan compensar el carácter procíclico de la inestabilidad financiera y/o moderar sus consecuencias cuando se desencadenan las crisis. O bien por el contrario, la Administración puede favorecer las tendencias hacia la fragilidad financiera si, como sucedió desde los años ochenta, actúa en la dirección contraria, con medidas que reducen las normas y la intervención supervisora.

El tercer rasgo está presente en su planteamiento sobre los cambios que se producen en las empresas productivas y en las entidades financieras según las modalidades de propiedad y de gestión financiera. Minsky (1990, 1993, 1996) sostiene que los cambios desde los años ochenta configuraron una nueva etapa del capitalismo que denominó “Money-Manager Capitalism”. Sus distintivos principales serían la tendencia a la fusión de las actividades de banca comercial y banca de inversión y el dominio que en muchas grandes empresas había pasado a ejercer los gestores que dirigían los fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros otros vehículos de inversión financiera con cuyos recursos adquirían paquetes accionariales que les otorgaban posiciones de control sobre aquellas empresas. De ese modo, los gestores profesionales tenían una influencia creciente en los mercados financieros y en la financiación de las empresas no financieras. Esa propuesta ha dado lugar a posteriores desarrollos que intentan establecer una correspondencia entre las sucesivas etapas históricas del capitalismo y las formas de propiedad y de financiación de las empresas¹⁰.

4. NUEVAS CONTRIBUCIONES

Minsky no pretendió que su explicación de cómo las finanzas determinan la dinámica cíclica y hacen que la economía sea estructuralmente inestable fuera considerada como una teoría cerrada. Precisamente, el sentido histórico que atribuía a la trayectoria del capitalismo le hizo enfatizar el carácter cambiante de las finanzas y de su relación con la dinámica de crecimiento. De hecho, su propuesta

¹⁰ Véanse: Atkinson y Whalen (2011), Mazzucato y Wray (2015), Papadimitriou y Wray (1998), Whalen (1997, 1999, 2001, 2002, 2008c, 2009, 2011a) y Wray (2009ab, 2011).

sobre la inestabilidad estructural la formuló como hipótesis y en ningún momento intentó dotarla de una presentación modelizada, sino que ha quedado expuesta como una teoría abierta a la incorporación de nuevas variables e interrelaciones, sometida a la observación de un conjunto de hechos cambiantes que afectan a las finanzas y, en general, a la dinámica de la economía.

En el mismo sentido, los tres rasgos señalados sobre su vinculación institucionalista deben ser considerados como acercamientos y sugerencias de indudable interés que necesitan de nuevas contribuciones para elaborar una mejor fundamentación del enfoque institucionalista aplicado a las finanzas.

4.1. Marcos financieros institucionales

Una primera contribución es la que proporciona la convergencia de tres líneas de investigación. De un lado, los autores que han profundizado en la relación que existe entre la inestabilidad financiera y el funcionamiento de las instituciones¹¹. De otro lado, los autores que incorporan las características financieras en la construcción de una tipología de las economías capitalistas¹². Y de otro lado, los autores que analizan las sucesivas crisis financieras que han estallado durante las últimas décadas¹³.

La mayoría de esos trabajos resaltan tres cuestiones de gran importancia para fundamentar la institucionalización de las finanzas y su articulación con la dinámica económica: la singularidad de las relaciones financieras entre las relaciones económicas, la especificidad de las entidades financieras entre las empresas capitalistas y la importancia de la financiación en la dinámica de las economías.

Retomando el planteamiento de Commons, Arestis et al (2003) proponen una tipología de estructuras institucionales basada en cinco componentes a los que clasifican en dos grupos. Uno comprende los componentes informales o no organizados: a) los comportamientos o prácticas de hecho que se crean en cada contexto económico; y b) los incentivos individuales de los agentes que actúan como mecanismos de recompensas y de sanciones en sus conductas. El otro grupo comprende los componentes organizados o formales: c) la regulación normativa que

¹¹ Cabe destacar los numerosos trabajos de Dymski, Whalen y Wray recogidos en la bibliografía. También los de Nissanke y Stein (2003), Arestis et al (2003, Sinapi (2011), Marangos y Whalen (2011), Brazelton y Whalen (2011), Ratujczak (2011), Tauheed (2006, 2011) y Thabet (2006).

¹² Véanse: Amable et al (2005), Boyer (2000, 2005), Chesnais (1999, 2003) y los trabajos de Economía política comparada de Hall y Soskice (2001), Hall y Gingerich (2004) y Hall y Taylor (1996).

¹³ En la escuela regulacionista, Aglietta, (2001a, 2001b), Boyer (2000) y Orlean (1999); entre las corrientes marxistas, Bellamy y Magdoff (2009), Brunhoff (2006), Chesnais (2006, 2009), Duménil y Lévy (2006, 2011) y Serfati (2003); entre los poskeynesianos, Arestis, Ferreiro y Serrano (2006), Correa y Vidal (2012), Crotty (2005), Dallery (2009), Dymski (2012), Epstein (2004), Ferreiro, Peinado y Serrano (2013), Hein (2012), Hein y Stockhammer (2011), Onaran et al (2009), Orhangazi (2008), Palley (2007), Stockhammer (2009), Whalen (2002) y Wray (2009, 2010).

se establece mediante leyes y otras disposiciones de mayor rango; y d) la supervisión de los organismos que controlan el cumplimiento de las normas. Entre ambos pares de componentes sitúan un quinto que puede formar parte de ambos lados: e) las reglas que acotan los límites en los que operan los agentes, las cuales pueden ser establecidas por consenso u otros mecanismos informales o bien por normativas formales.

Esa propuesta de tipología puede aplicarse a las finanzas para definir la existencia de diferentes estructuras o *marcos institucionales* referidos a las finanzas. De modo que la jerarquía o importancia relativa y los vínculos existentes que tengan los componentes organizados e informales determinan en qué medida cada marco institucional se caracteriza por regular más/menos y de un modo concreto la actividad financiera.

Por consiguiente, el predominio de los comportamientos de hecho, los incentivos individuales y las reglas informales definen las características de un marco institucional escasamente regulado cuyo funcionamiento está determinado principalmente por los agentes que operan en los mercados financieros. Siendo así, las entidades financieras privadas son las que disponen de capacidad para determinar la dimensión y las funciones de los mercados financieros a través de los instrumentos que se intercambian y de las operaciones con las que se realizan los intercambios. En ese sentido, Keynes aportó un análisis precoz de las consecuencias inmediatas que se derivan de que la actividad financiera guiada por criterios privados: 1) las decisiones se basan en la relación beneficio-riesgo del dinero invertido en activos financieros, 2) la primacía por la liquidez, es decir, de la garantía y rapidez de conversión de esos activos en dinero (revalorizado) y 3) las decisiones se guían por objetivos de corto plazo. Posteriormente, el análisis de Minsky y otros autores ha completado el decálogo de consecuencias que acarrea esa lógica unilateral: 4) el carácter procíclico de la asunción de riesgos, 5) la exageración de las reacciones expansivas y contractivas, 6) la abundancia de innovaciones financieras; 7) la posición asimétrica de los agentes que operan en esos mercados y comportamientos gregarios de muchas decisiones, 8) la existencia de mecanismos de recompensa que favorecen la selección adversa en la toma de decisiones; 9) la miopía en la evaluación de los grandes riesgos sistémicos; y 10) la tendencia a la fragilización de los balances patrimoniales.

En el caso contrario, cuanto más predominen los componentes normativos estará vigente un marco institucional basado en leyes que proporcionan más capacidad preventiva y supervisora, además de medidas de intervención urgente, reglas administrativas y organismos responsables de esa supervisión. Por consiguiente, bajo dicho marco la actividad financiera y quienes en ella operan quedan gobernados por órganos responsables de hacer cumplir la normativa reguladora. En este caso, se produce la coexistencia de dos tipos de criterios: los derivados de la

lógica capitalista y los derivados de la lógica reguladora, dando a lugar a: 1) el establecimiento de límites a la asunción de riesgos, 2) la moderación de las oscilaciones expansivas-contractivas; 3) la vigilancia ante las innovaciones financieras; 4) la mayor transparencia de las operaciones; 5) la prioridad dada a evitar la emergencia de peligros sistémicos que puedan amenazar el desenvolvimiento de la actividad financiera.

Por tanto, cada marco institucional muestra una combinación específica entre los componentes y una jerarquía entre ellos. Cada marco se caracteriza por la primacía relativa de los componentes normativos versus informales. De modo que un marco está más/menos regulado según la elevada/reducida importancia relativa que tengan los componentes normativos que deben garantizar las funciones de prevención y supervisión de la actividad financiera.

Este planteamiento sustancia los tres postulados que inspiran desde su origen al enfoque institucionalista. En primer lugar, la importancia de distinguir los dos tipos de componentes (organizados/normativos y no organizados/informales) establecida por Commons. En segundo lugar, la primacía de unos u otros componentes en cada marco institucional explica que los hábitos que prevalecen en los agentes financieros sean de un tipo determinado, lo que remite al concepto inicial de Veblen de institución como hábito. Y, en tercer lugar, el cambio institucional se relaciona con el hecho de que los marcos institucionales son históricos, esto es, varían a lo largo del tiempo. Un marco será estable mientras persista la vigencia de los factores originarios o de herencia. Un marco se tornará inestable conforme ganen importancia factores evolutivos que introduzcan novedades que distorsionan las condiciones originarias. Finalmente, un marco cambiará convirtiéndose en otro diferente cuando se desarrollen factores de mutación o transformadores que ocasionen la modificación de la combinación y jerarquía entre los componentes.

4.2. Relaciones de poder

La segunda contribución procede de las aportaciones de la economía política al estudio de las relaciones financieras, destacando la importancia que tienen las relaciones de poder dentro de la actividad financiera y su vinculación con el marco institucional y la dinámica económica. Los antecedentes de esa perspectiva de análisis se remontan a Hilferding (1910), pionero en el estudio del capital financiero. Entre muchas otras, también han sido relevantes las aportaciones de Galbraith

(1969, 2001) y de Polanyi (1944), junto con otras más recientes de Dymski y otros autores actuales¹⁴.

El punto de partida de este planteamiento es que las relaciones de poder son una parte constitutiva de todo sistema económico y, por tanto, lo son del capitalismo. Por ello, el proceso de producción, distribución y acumulación está determinado por las relaciones de dominio que ejercen los poseedores de capital (Palazuelos 2015). Ese dominio es relativo en su intensidad y específico en el tiempo según la fracción de capital que lo ejerza y según los mecanismos por los que sus intereses se imponen y condicionan a los que tienen los demás grupos sociales. Tomando la distinción de Susan Strange (1988, 1996) sobre el ejercicio de poder cabe diferenciar dos modalidades. El poder es relacional cuando se sustenta en decisiones basadas en una autoridad con capacidad para obligar a los agentes o colectivos a cumplirlas. Es la modalidad que ejercen los estados cuando establecen leyes y otras normas de obligado cumplimiento y es también el poder que en las empresas ejercen los órganos directivos (en calidad de propietarios o de ejecutivos designados por ellos) cuando adoptan decisiones estratégicas que involucran a los asalariados, pequeños accionistas y otros colectivos afectados. La otra modalidad de poder es estructural, ejercido mediante actuaciones en las que se imponen de hecho condiciones que formalmente son reglas comunes que establecen todos los participantes. Es la modalidad que ejercen los estados fuertes en los organismos internacionales y es también la que ejercen las grandes empresas cuando utilizan sus capacidades tecnológicas, productivas, comerciales o financieras para hacer prevalecer sus condiciones en los mercados.

Desde el punto de vista de la actividad financiera resulta evidente que existe un poder financiero que forma parte del poder económico en general. En primera instancia, su ejercicio corresponde a las entidades financieras y grupos sociales que acumulan riqueza en forma líquida (dinero) y en títulos de valor (acciones, bonos). Esa riqueza es gestionada por los bancos, sobre todo mediante la actividad de banca de inversión que consiste, precisamente, en la gestión de patrimonios, mediante la inversión en productos financieros que se negocian en los mercados de capital y generan rentabilidad. Se trata, por tanto, del poder que detentan los propietarios y ejecutivos de los grandes bancos junto con las fortunas individuales o familiares; a su vez, unos y otros vinculados con los mayores propietarios de las grandes firmas industriales, mineras, comerciales y otras. Ese poder es relacional cuando los banqueros y las grandes fortunas imponen o condicionan las decisiones de las autoridades políticas, mientras que es estructural cuando imponen sus intereses mediante las actividades que realizan a través de los mercados financieros.

¹⁴ Veáanse: Dymski (1993a, 1994a, 1994b, 2010, 2011a, 2011b), Bakir (2013), Boyer (2000), Epstein (2004), Fox (2009), Hall (2009), Hein y Treecker (2010), Palermo (2000), Ratujszak (2011), Samuel (1973), Seabrooke (2006) y Sorkin (2009).

Por consiguiente, la existencia de relaciones de poder en el ámbito financiero exige que se consideren, al menos, tres rasgos fundamentales. El primero es que los bancos no se definen solamente por las actividades que realizan y menos aún por tan sólo una de ellas, la intermediación en los mercados, sino que son empresas capitalistas cuya finalidad es la obtención de beneficios privados para sus propietarios y para las grandes fortunas cuyos patrimonios gestionan. El segundo rasgo es que dentro del sector financiero existen vínculos de colusión (entre los grandes) y de dominio, que están determinados por las correlaciones de fuerza entre los diferentes bancos y demás agentes financieros; incluso, con frecuencia, dentro de una misma entidad afloran las tensiones entre divisiones o departamentos dedicados a diferentes funciones, que expresan diferencias de intereses desde el punto de vista de las expectativas de beneficio.

El tercer rasgo es el que vincula a esos poderes financieros con el otro jugador que potencialmente es relevante en las relaciones financieras: el Estado. Como autoridad política, puede ejercer poder relacional mediante el establecimiento de leyes, organismos y demás normativas que regulen la actividad financiera. Pero al mismo tiempo, condicionados por la fuerza de las grandes entidades financieras, los responsables políticos (gobierno, parlamento, banco central) pueden convertirse en correas de transmisión de los intereses de esas entidades y establecer disposiciones normativas que priven al Estado de capacidades regulatorias. Por tanto, la intensidad y la orientación con la que el Estado ejerza su poder determinan el alcance regulador del marco institucional. De esa manera, la primacía que se produzca entre los componentes organizados e informales de cada marco institucional dependerá de las relaciones de poder que prevalezcan entre el Estado y los grupos financieros privados.

Un marco institucional más regulado significa la primacía de la autoridad del Estado para delimitar la actuación de los agentes privados y el funcionamiento de los mercados. Significa también que la actividad financiera se supedita a la dinámica general de la economía. En el caso contrario, un marco institucional escasamente regulado expresa el predominio de los comportamientos de hecho, los incentivos individuales y las reglas informales, mostrando la primacía del poder financiero privado. Significa también que la actividad financiera adquiere una dimensión y unas funciones que la otorgan influencia en la dinámica general de la economía.

4.3. La financiarización: rasgo central de la actual etapa del capitalismo

La tercera contribución procede de los autores que desde distintas tradiciones de pensamiento estudian las transformaciones de la economía mundial desde los años ochenta y destacan el surgimiento de una nueva etapa histórica del capitalismo.

Desde planteamientos teóricos diversos¹⁵ coinciden en subrayar dos rasgos interactivos: la intensa liberalización e internacionalización de gran parte de las actividades económicas y el dominio del capital financiero sobre la dinámica de las economías nacionales y a escala mundial. Este segundo rasgo es el que ha dado lugar al término “financiarización” para referirse a algunos o a la totalidad de los siguientes aspectos en los que se concreta el dominio:

- Del capital financiero sobre las demás modalidades de capital (industrial, comercial) en la dinámica de acumulación de capital;
- De los grandes bancos y otros operadores financieros sobre las decisiones financieras de las otras empresas, los gobiernos y los hogares;
- De la mayor rentabilidad de las inversiones financieras sobre las realizadas en las demás actividades, que se traslada a la creciente proporción del beneficio empresarial que es captada por las entidades financieras;
- De la colosal magnitud que registran los intercambios financieros frente a los intercambios de bienes y servicios;
- De los criterios de decisión financieros sobre los demás criterios mercantiles y/o sociales
- De los activos financieros en el patrimonio de los hogares y en las empresas no financieras;
- De los objetivos financieros en las estrategias de las empresas no financieras con respecto a sus mecanismos de financiación, inversiones en activos financieros, reestructuraciones productivas y otros aspectos fundamentales;
- De la dinámica inestable y compulsiva de la actividad financiera sobre la dinámica general de la economía.

La tesis de la financiarización sostiene que las relaciones de poder favorables al capital financiero dan lugar a que existan líneas de fuerza dominantes que a partir del diagrama 1.1. van desde la actividad financiera hacia el marco institucional y hacia la dinámica económica. De un lado, el marco institucional está determinado por los agentes y mercados financieros. Ese dominio hace que el marco esté escasamente regulado ya que prevalecen los hábitos informales, es decir, los comportamientos de hecho, los incentivos individuales y las reglas privadas, en detrimento de las reglas públicas, las normas, los organismos y las leyes que garantizan la prevención y la supervisión de la actividad financiera. De otro lado, la dinámica de la economía está determinada por los agentes y mercados financieros, ocasionando la sucesión de bujas especulativas que condicionan el comportamiento

¹⁵ Véase la nota 13.

de la inversión empresarial, el consumo de hogares, el gasto público, la distribución de la renta, la estabilidad de los precios y el sector exterior¹⁶.

A su vez, la financiarización habría modificado las relaciones de poder en el interior de la actividad financiera, tanto en sus agentes como en sus mercados. Dominarían los grandes bancos y ciertos vehículos de inversión (*hedge funds*, *private equity funds*, fondos mutuales) merced a los grandes recursos que poseen a la vez que los que manejan a través de su elevado apalancamiento, operando en mercados de mayor riesgo que les permiten incrementar sus márgenes de rentabilidad. Los instrumentos y las formas de operar en esos mercados están sometidos a una permanente innovación con el fin de eludir los controles públicos, obtener ventajas competitivas y ampliar el perímetro o dimensión de sus negocios.

5. FUNDAMENTOS DEL ENFOQUE INSTITUCIONALISTA EN LAS FINANZAS: APLICACIÓN A LA BANCA DE INVERSIÓN.

5.1. Fundamentos del institucionalismo financiero

El institucionalismo es un enfoque o perspectiva analítica de la economía cuyos tres postulados básicos son:

1. Las instituciones consisten en el conjunto de hábitos que organizan la relación del colectivo social con sus individualidades.
2. Las instituciones están formadas por componentes normativos e informales. Los primeros se refieren a leyes, organismos públicos y reglas administrativas destinadas a prevenir, supervisar e intervenir en situaciones de urgencia. Los segundos se refieren a comportamientos de hecho, incentivos individuales y reglas consensuadas entre los agentes privados.
3. Las instituciones cambian a lo largo del tiempo debido a la tensión que crea la interacción de tres tipos de factores: los de herencia generan procesos de inercia; los de evolución incorporan aspectos nuevos y/o modifican aspectos parciales y los de mutación transforman las condiciones y las relaciones de las instituciones.

El enfoque institucionalista se enriquece con las contribuciones realizadas desde la economía política y desde la macrodinámica, destacando de manera sobresaliente las aportaciones de Minsky:

4. Las finanzas ejercen una función fundamental en la dinámica de las economías capitalistas.

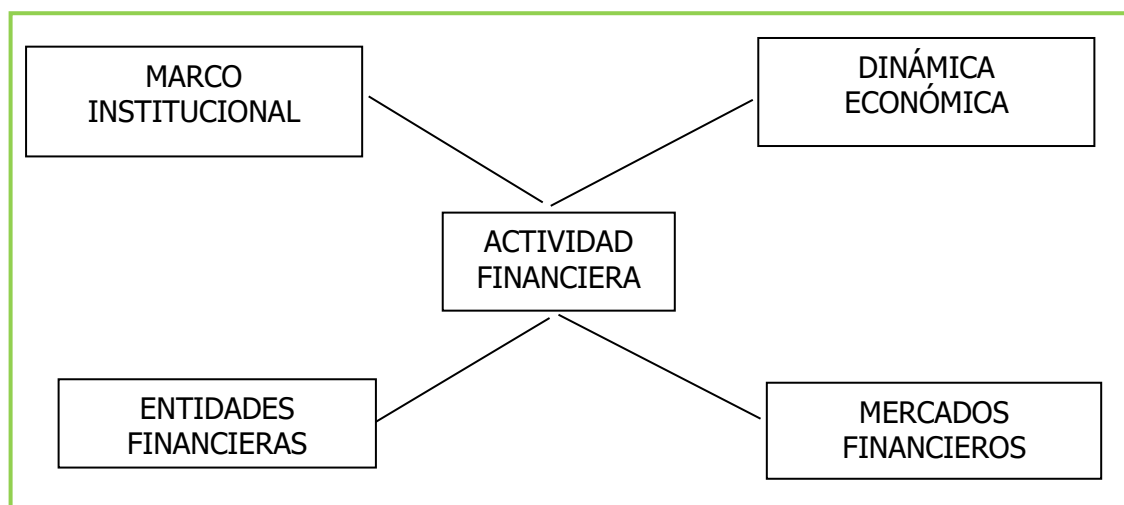
¹⁶ Véanse, Eatwell y Taylor (2000), Hein (2012), Kregel (2004), Lavoie (2005), Lavoie y Seccareccia (2001), Lazonick y O'Sullivan (2000), Onaran (2011), Palley (2007), Palazuelos (2011, 2015) y Stockhammer (2004, 2009).

5. Las entidades financieras tienen un carácter singular entre las empresas capitalistas.
6. Las decisiones sobre inversión, financiación y liquidez se adoptan en contextos de incertidumbre radical.
7. La asunción de riesgos y las innovaciones financieras tienen un comportamiento procíclico y generan la fragilidad de los balances de los agentes vinculados por las relaciones financieras.
8. El capitalismo es un sistema estructuralmente inestable debido a ese carácter procíclico del comportamiento de las finanzas.

La concreción del enfoque institucionalista a las finanzas permite formular una propuesta sistémica que articula la actividad financiera con el marco institucional y con la dinámica general de la economía.

9. Un marco institucional financiero es una configuración concreta de las instituciones vigentes en la actividad financiera según cuál sea la jerarquía y la combinación entre sus componentes normativos e informales.
10. Un marco institucional financiero es más regulado cuanto mayor es la primacía de las leyes, organismos y reglas establecidas por los poderes públicos para prevenir, supervisar e intervenir en la actividad financiera. Por el contrario, un marco institucional es menos regulado cuanto mayor es la primacía de los comportamientos de hecho, los incentivos individuales y las reglas establecidas entre los agentes privados.
11. Un marco institucional financiero más regulado responde a relaciones de poder en las que prevalecen las decisiones del Estado para minimizar la generación de riesgos financieros. Por el contrario, un marco menos regulado responde a relaciones de poder en las que prevalecen las fuerzas privadas dominantes.
12. Un marco institucional financiero tiende a reproducirse cuando dominan los factores de herencia y se convierte en evolutivo a medida que aparecen nuevos factores y/o desaparecen algunos anteriores sin que se altere la relación jerárquica entre los componentes normativos e informales.
13. Un marco institucional financiero experimenta mutación, cambio radical, cuando se desarrollan factores transformadores que alteran sustancialmente la jerarquía y la combinación de sus componentes.
14. En términos históricos, cada etapa del capitalismo se caracteriza por una articulación específica de los vínculos sistémicos entre la actividad financiera, su marco institucional y la dinámica económica.
15. La etapa actual que se inició en los años ochenta se caracteriza por el dominio del capital financiero sobre las demás formas de capital. En consecuencia, los agentes y los mercados financieros ejercen una influencia decisiva en el marco institucional y en la dinámica económica.

Diagrama 1.1. Representación sistémica de las relaciones financieras



Fuente: elaboración propia

5.2. Aplicación a la banca de inversión

La banca de inversión es la actividad financiera que se desarrolla a través de la creación y negociación de activos financieros, es decir, títulos documentales que expresan derechos de propiedad sobre bienes físicos o sobre préstamos concedidos, que son transferibles mediante compra-venta en sus respectivos mercados de capital, o bien otros instrumentos no-títulos que también se negocian en esos mercados. Tradicionalmente, las entidades dedicadas a banca de inversión han realizado esa actividad en torno a un conjunto de servicios de asesoramiento e intermediación y gestión de altos patrimonios por las que han obtenido retribuciones profesionales, comisiones y otros ingresos (Bloch 1989; Geisst 2012, Herring y Schuermann 2003; Markham 2002; Stowell 2010), destacando principalmente:

- a. La emisión (*underwriting*) de acciones y obligaciones a mercados primarios, mediante una oferta que puede dirigirse a grandes inversores y/o a inversores minoristas;
- b. La negociación de títulos (*brokerage*) en mercados secundarios por cuenta de clientes que desean adquirir o vender esos títulos;
- c. La gestión de la primera oferta de acciones de empresas que desean cotizarse en la bolsa;
- d. La gestión para empresas e inversores que se proponen vender o comprar otras empresas mediante operaciones de fusiones o adquisiciones, o bien a través de ofertas públicas de compra;
- e. La prestación de consultoría a empresas sobre gestión de riesgo, control financiero, tesorería, estrategia corporativa y otros servicios.

- f. La gestión de la riqueza de individuos poseedores de altos patrimonios, mediante la inversión de ese capital en activos financieros para rentabilizarlos en los mercados de capitales

Sin embargo, además de los ingresos generados por esos servicios de asesoramiento e intermediación, las entidades de banca de inversión también actúan en los mercados como inversores, es decir, con posiciones negociadoras propias de las que pueden derivar ganancias o pérdidas patrimoniales.

Por tanto, las entidades de banca de inversión, como empresas capitalistas que son, tienen como objetivo la consecución de beneficios a través de los servicios y las inversiones antes mencionadas. Para ello, disponen de recursos propios que son los que aportan sus propietarios promotores y posteriormente quienes adquieran acciones a través de ampliaciones de capital. Sólo si esas entidades realizan también actividad de banca comercial (aunando así las funciones de banca universal) pueden financiarse mediante la captación de depósitos de clientes; si no realizan banca comercial, entonces la posibilidad de obtener financiación ajena recae en la emisión de bonos y la solicitud de préstamos bajo distintas modalidades.

Por consiguiente, la actividad de banca de inversión presenta seis rasgos principales:

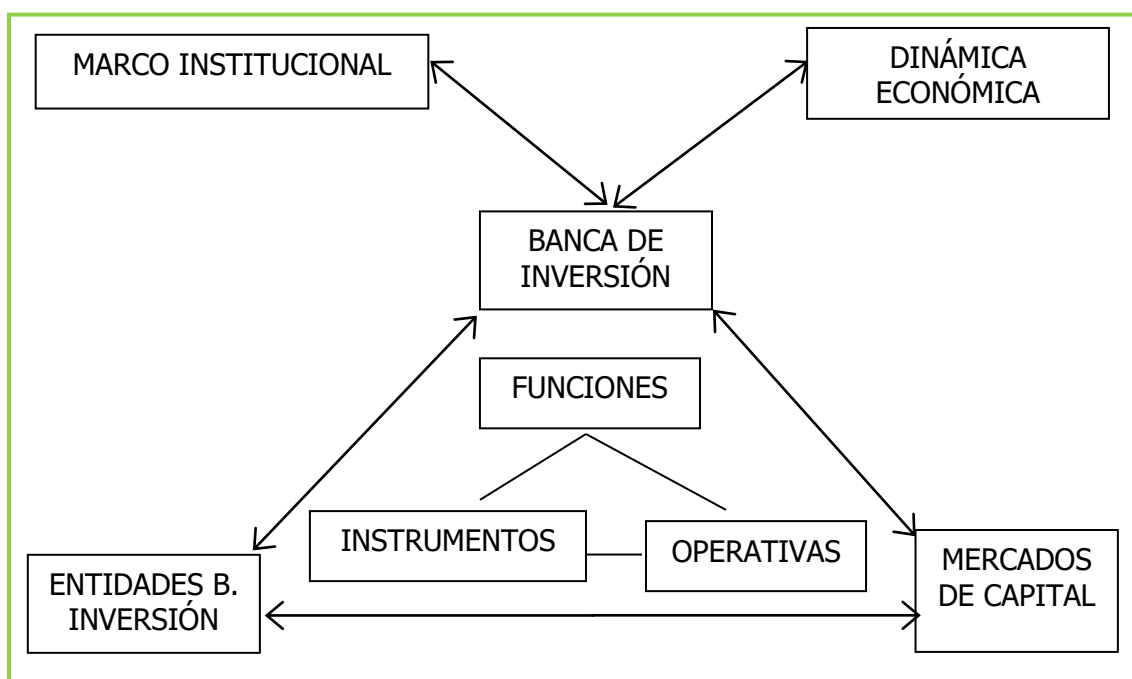
- Forma parte de la actividad financiera y, por ello, se articula con el marco institucional y con la dinámica general de la economía.
- Es una actividad financiera que efectúan las entidades que actúan en los mercados de capital.
- Los mercados de capital funcionan a partir de unos instrumentos financieros (títulos y otros) que se crean y se negocian mediante diversos tipos de operativas.
- Las características concretas que tengan esos instrumentos y esas operativas definen las funciones que ejerce la banca de inversión.
- Como empresas capitalistas que son, las entidades que realizan esa actividad financiera toman decisiones basadas en la relación que existe entre, de un lado, el coste y el riesgo y, de otro, la expectativa de rentabilidad de las operaciones que realizan en esos mercados de capital donde actúan.

Siendo así, la vinculación de la banca de inversión con la dinámica económica se realiza a través de las posibilidades que ofrece para: a) financiar la inversión empresarial, que a su vez es la principal variable que determina el crecimiento económico y b) proporcionar rentabilidad a los poseedores de ahorro que inviertan en los mercados de capital. A su vez, los postulados sobre los marcos institucionales se concretan para la banca de inversión en que:

1. Un marco institucional de banca de inversión es una configuración concreta de las instituciones que determinan los hábitos de los agentes que actúan en los mercados de capital.
2. Un marco institucional de banca de inversión es más/menos regulado dependiendo de la jerarquía que exista entre sus componentes normativos/informales, como expresión de las relaciones de poder en las que prevalecen las autoridades públicas/los agentes privados.
3. Un marco institucional de banca de inversión es estable cuando se reproducen los factores hereditarios que le conforman; se hace inestable cuando ganan presencia los factores evolutivos; y experimenta mutación convirtiéndose en otro marco cuando dominan los factores transformadores que modifican la jerarquía y la combinación entre los componentes normativos e informales.

Por consiguiente, como se representa en el diagrama 1.2, el vínculo sistémico que articula el desarrollo de la banca de inversión con su marco institucional y con la dinámica económica será estable en los períodos en las que los factores hereditarios garanticen la reproducción de los patrones de comportamiento en las tres esferas (banca-marco-dinámica). Con el paso del tiempo, la aparición de factores evolutivos en cada una de las tres esferas tiende a modificar sus interrelaciones. Finalmente, el dominio de los factores transformadores conduce a la alteración radical del vínculo sistémico y la consiguiente reconfiguración de nuevas relaciones entre la actividad de banca de inversión, su marco institucional y la dinámica económica.

Diagrama 1.2. Representación sistémica de la actividad de banca de inversión



Fuente: elaboración propia

La concreción de los fundamentos del enfoque institucionalista de las finanzas proporciona las categorías de análisis y el método de búsqueda con el que disponer de respuestas consistentes para las preguntas que se desprenden de los cinco hechos observados sobre la actividad de la banca de inversión estadounidense durante el período 1981-2008.

De un lado, la propuesta aporta las categorías de análisis con las que afrontar el análisis en un doble nivel:

- Conocer lo que ha ocurrido en los elementos que integran cada uno de los tres ámbitos:
 - El marco institucional en sus dos componentes: normativos e informales.
 - La dinámica económica en sus dos componentes: la financiación de empresas y la inversión financiera del ahorro.
 - La banca de inversión en sus dos componentes: los mercados de capital y las entidades que la realizan, a su vez compuestos por:
 - Mercados de capital: instrumentos y operativas que definen las funciones de banca de inversión.
 - Entidades financieras: fortalecimiento de la capacidad empresarial y fragilidad de los balances.
- Conocer las articulaciones establecidas entre los tres ámbitos y en el interior de la banca de inversión, esto es:
 - La relación triangular de la actividad de banca de inversión con el marco institucional y la dinámica económica.
 - La relación triangular entre la actividad de banca de inversión con los mercados de capital y las entidades que operan.

De otro lado, la propuesta aporta el método de búsqueda con el que desarrollar el proceso de búsqueda sobre lo sucedido con esas categorías y esas interrelaciones a lo largo del período estudiado:

- identificando la información necesaria de cada una de las categorías
- indagando en qué medida han predominado los factores de herencia, evolución o transformación en cada categoría
- extrayendo los resultados que se derivan de esos cambios según que determinen dinámicas de inercia, cambios arcaicos o mutaciones radicales.

Y de otro lado, las categorías y el método facilitan la formulación de sucesivas hipótesis que cualifiquen la búsqueda de respuestas a la pregunta genérica que suscitaban los cinco hechos observados que se mencionan en la introducción.

6. OBJETIVOS, HIPÓTESIS Y ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL

Desde sus planteamientos seminales, el pensamiento institucionalista considera que carece de sentido elaborar una metateoría con la que pretender explicar el conjunto de las actividades y procesos económicos. El análisis económico debe asumir que su cometido es proporcionar explicaciones para los problemas económicos que sean relevantes para la sociedad. En consecuencia, tanto la fundamentación como la

práctica del institucionalismo económico son ajenos al análisis económico basado en principios como el equilibrio y la competencia perfecta. Como señala Dymski (2011c), extendiendo esos principios a la actividad financiera, la tradición neoclásica propone un universo walrasiano en el que los mercados financieros se auto-regulan y funcionan con eficiencia, sin que sea necesario establecer características singulares para la actividad financiera ya que conforma a esos principios:

- Los precios de los activos financieros sintetizan toda la información relevante del mercado, se ajustan perfectamente a las condiciones de riesgo de las empresas y proporcionan los rendimientos adecuados en cada momento.
- Las entidades financieras no pueden influir en las decisiones de financiación de los agentes económicos.
- La incertidumbre no tiene relevancia en la medida en que la teoría de la probabilidad permite calcular su posible incidencia en las decisiones financieras de agentes económicos dotados de plena racionalidad.
- No hay posibilidad de que se forme burbujas especulativas y, en el caso de que se produzcan desajustes, tampoco cabe la posibilidad de crisis financieras generalizadas.

Sin embargo, no son esas las características que se aprecian cuando se observa la evolución real de los mercados financieros sino, precisamente, las contrarias, que son las que se pueden analizar mediante la propuesta sobre la inestabilidad estructural de las finanzas. En el caso de Estados Unidos, el diálogo con la realidad financiera de las últimas décadas pone de manifiesto un conjunto de *hechos observados* entre los que la mayoría de los estudios destacan los cinco siguientes:

1. A partir de los años ochenta la actividad de banca de inversión registró un fuerte desarrollo que revelan tanto la espectacular expansión de los mercados de capital como el auge que cobraron los bancos de inversión.
2. En esa misma década fue desapareciendo la mayor parte de las leyes y demás normas establecidas en los años treinta, tras la crisis de 1929, que regulaban la actividad de banca de inversión.
3. A finales de los años noventa desapareció la normativa que impedía a los bancos comerciales realizar la actividad de banca de inversión.
4. Tras unos años de fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión en 2008 se desencadenó una grave crisis financiera.
5. La crisis afectó al conjunto de los grandes bancos comerciales y de inversión que habían protagonizado la actividad de banca de inversión. Entre los principales bancos de inversión, unos desaparecieron y otros perdieron ese estatus jurídico-financiero.

6.1. Objetivos y relevancia

Los cinco hechos mencionados apuntan a la existencia de cambios importantes en la banca de inversión, el sistema financiero y el conjunto de la economía de Estados Unidos. El objetivo central de esta tesis doctoral es *elaborar una explicación articulada y dinámica que resulte coherente y consistente sobre la dimensión e importancia de esos cambios y de los factores que los han determinado*. Ese propósito central suscita tres objetivos subsecuentes.

1º. *Poner a prueba la capacidad del enfoque institucionalista de las finanzas que proponemos para proporcionar respuestas satisfactorias a los interrogantes que se derivan de los hechos observados.*

Se trata de un enfoque elaborado a partir de las premisas de la perspectiva-va analítica histórico-estructural acerca de cómo explicar fenómenos complejos con secuencias interactivas que no pueden ser interpretados de forma lineal ni monocausal. Por tanto, los resultados que proporcione la tesis ponen a prueba la capacidad analítica del enfoque institucionalista de las finanzas.

2º. *Dotar de mayor solidez a ciertos planteamientos sobre la financiarización de la economía.*

Con frecuencia ciertos planteamientos se formulan de modo genérico, con escasa precisión conceptual de las variables y de las interrelaciones desde las que explicar el “dominio de las finanzas sobre la economía”. Por tanto, siendo la actividad de banca de inversión una parte fundamental de las finanzas, la investigación sobre los cambios en sus agentes y sus mercados debe contribuir a generar un mejor conocimiento sobre las relaciones entre la actividad financiera y la actividad económica.

3º. *Profundizar en el conocimiento de los riesgos sistémicos que comportan los marcos institucionales crecientemente desregulados.*

El estallido de la crisis financiera de 2008 y su concreción en la situación crítica de la totalidad de los grandes bancos supuso una sorpresa para quienes sostenían que la desregulación favorecía la eficiencia de los mercados financieros, así como la minimización y la diversificación de los riesgos financieros. Sin embargo, los acontecimientos que se precipitaron en 2008 pusieron de manifiesto todo lo contrario mostrando la realidad de lo que hasta entonces sólo era una hipótesis defendida por una minoría: la existencia de un riesgo sistémico que amenazaba al conjunto del sistema financiero.

6.2. Hipótesis

Los cinco hechos observados parecen señalar que el fuerte desarrollo de la banca de inversión tuvo lugar a través de dos tiempos consecutivos, separados por un determinado momento en el que los factores de fragilidad financiera que subyacían en el fuerte desarrollo de la banca de inversión se convirtieron en factores de riesgo sistémico. En una primera aproximación parece intuirse que tras los hechos 1 y 2, el paso a 4 y 5 apunta a la importancia que pudo tener el tercer hecho, referido a la eliminación de la norma que separaba las actividades de banca comercial y banca de inversión.

Los dos primeros hechos indicarían que desde los años ochenta la banca de inversión experimentó una primera serie de grandes cambios. Conforme al enfoque propuesto, desde una perspectiva sistémica, la intensidad de esos cambios debería estar asociada a la erosión que sufrirían los factores de herencia para sostener un proceso inercial frente a la emergencia de factores evolutivos y/o transformadores que darían cuenta de la profundidad de los cambios.

Tomando esos indicios como referencia, se formulan dos hipótesis:

H-1: Si hasta los años ochenta el marco institucional estrictamente regulado y la dinámica económica impulsada por un crecimiento rápido y una estabilidad monetaria habían limitado la actividad de la banca de inversión, la condición imprescindible para que esa actividad experimentase un fuerte desarrollo tuvo que ser la intervención de *factores transformadores que mutaran, es decir, modificaran sustancialmente tanto el marco institucional como la dinámica económica.*

A la vez, esa hipótesis requiere que se formulen sendas sub-hipótesis referidas al marco institucional y a la dinámica económica.

SH-1.1: *La mutación del marco institucional consistió en un cambio en profundidad de la combinación y la jerarquía entre sus componentes normativos e informales.*

SH-1.2: *La mutación de la dinámica económica supuso un cambio en profundidad de las condiciones de financiación de las empresas y las decisiones de inversión financiera por parte de los poseedores de ahorro.*

H-2: Si hasta los años ochenta el marco institucional y la dinámica económica habían limitado el margen de actividad de la banca de inversión, el fuerte desarrollo de esta desde los años ochenta tuvo que significar *la mutación, es decir, la modificación sustancial de los mercados de capital y de las entidades (bancos de inversión) que operaban en esos mercados.*

De nuevo, la hipótesis requiere que se formulen sendas sub-hipótesis referidas a los mercados y a los bancos de inversión:

SH-2.1: *La mutación de los mercados consistió en un cambio en profundidad de las funciones de la banca de inversión a través de los instrumentos utilizados y las operativas aplicadas.*

SH-2.2: *La mutación de los bancos de inversión consistió en un fortalecimiento de su capacidad empresarial que a la vez aumentaba su fragilidad financiera.*

Los hechos segundo y tercero indicarían que la eliminación de la normativa que impedía a los bancos comerciales y de inversión cruzar sus actividades en los mercados de dinero y de capital marcó un segundo tiempo de cambios importantes. Conforme al enfoque propuesto, desde una perspectiva sistémica esos cambios revelarían un cambio de orientación en el vínculo triangular marco-banca-dinámica, pasando a ser esa actividad financiera la que condicionaría al marco institucional y a la dinámica económica. Este planteamiento aportaría elementos clarificadores acerca de los vínculos entre la actividad financiera y el curso general de la economía.

Tomando esos indicios como referencia, se formulan otras dos hipótesis:

H-3: *El fuerte desarrollo de la banca de inversión durante las dos décadas precedentes creó las condiciones para que se eliminase la norma que prohibía el cruce de actividades entre las actividades de banca comercial y banca de inversión, lo cual provocó nuevas modificaciones sustanciales en el marco institucional y en la dinámica económica.*

Las sub-hipótesis referidas a cada uno de los ámbitos son:

SH-3.1: *El marco institucional mutó porque se produjeron nuevos cambios profundos en la combinación y jerarquía de los componentes normativos e informales.*

SH-2.2: *La dinámica económica mutó porque se produjeron nuevos cambios profundos en las condiciones de financiación de las empresas y de inversión financiera por parte de los poseedores de ahorro.*

H-4: *Tras el fuerte desarrollo de la banca de inversión, la eliminación de la norma que prohibía el cruce de actividades entre las actividades de banca comercial y banca de inversión provocó nuevas modificaciones sustanciales en los mercados de capital y en las entidades (bancos comerciales y de inversión) que operaban en ellos.*

Las sub-hipótesis referidas a los mercados y a los bancos son:

SH-4.1: *Los mercados de capital mutaron porque los nuevos cambios en los instrumentos utilizados y la operativa aplicada supusieron otra alteración en las funciones de banca de inversión.*

SH-4.2: *Los bancos de inversión mutaron porque los nuevos cambios fortalecieron la capacidad empresarial y la posición de poder del núcleo de grandes bancos.*

Los hechos cuarto y quinto indicarían que los cambios habidos desde finales de los años noventa generaron procesos contradictorios ya que junto a factores expansivos que fortalecían a la banca de inversión, a sus mercados y a sus agentes, se desarrollaban factores críticos que alimentaban los riesgos en los que incurrían esos mercados y esos agentes. Conforme al enfoque propuesto, desde una perspectiva sistémica los cambios que convirtieron a la banca de inversión en el condicionante principal del marco institucional y de la dinámica económica fueron también los que determinaron la crisis de 2008.

Tomando esos indicios como referencia, se formula la última hipótesis:

H-5: *Las mutaciones provocadas por el apogeo de la banca de inversión y los vínculos de la banca de inversión con el marco institucional y la dinámica económica, determinaron simultáneamente el desarrollo de los factores de fragilidad estructural que condujeron a la quiebra financiera de ese núcleo dominante y de esos mercados provocando el estallido de la crisis sistémica en 2008.*

6.3. Estructura de la tesis

La organización de la tesis se adecúa a la búsqueda de respuestas para las cinco hipótesis planteadas. A este capítulo en el que se fundamenta la propuesta analítica le siguen otros cinco capítulos divididos en dos partes.

La primera parte, con dos capítulos, se ocupa de un primer tiempo que discurre durante los años ochenta y gran parte de los noventa en los que se produjo un fuerte desarrollo de la banca de inversión. El capítulo dos analiza en qué medida los cambios del marco institucional y de la dinámica económica fueron determinantes para que se produjera esa expansión de la actividad de banca de inversión. El capítulo tres analiza en qué consistió la transformación de dicha actividad financiera a través de los cambios en los mercados de capital y en los bancos de inversión.

La segunda parte, con tres capítulos se ocupa de un segundo tiempo que discurre desde finales de los noventa hasta 2008 y en el que se generan dos procesos simultáneos. El capítulo cuatro analiza la nueva modificación que experimenta el vínculo triangular que se establece entre el fortalecimiento de la banca de inversión y los nuevos cambios en el marco institucional y en la dinámica económica. El

capítulo cinco analiza la transformación de la banca de inversión a través de los nuevos cambios que se producen tanto en los mercados de capital como en los grandes bancos (comerciales y de inversión) que ejercen el control oligopólico de dichos mercados. El capítulo seis analiza el proceso que condujo al estallido de la crisis en 2008 a través de la acumulación de riesgos sistémicos derivados de aquel desarrollo de la banca de inversión.

Tras ese análisis, un breve epílogo sintetiza un conjunto de elementos que concurrieron después del clímax de la crisis, con el exclusivo propósito de mostrar en qué medida el núcleo de grandes bancos que domina la actividad de la banca de inversión han seguido fortaleciendo su poder.

Finalmente, el último capítulo presenta las conclusiones que se derivan de los resultados de investigación obtenidos en los capítulos anteriores y establece una correspondencia entre dichos resultados y los objetivos que se propuestos al inicio de la tesis.

PRIMERA PARTE:

FUERTE DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN

Las dos primeras hipótesis relacionan la propuesta analítica basada en el enfoque institucionalista de las finanzas con los dos primeros hechos observados. Primero, es una evidencia que desde los años ochenta la actividad de banca de inversión registró un fuerte desarrollo reflejado en el rápido crecimiento de sus operaciones y de la dimensión que alcanzaron los bancos de inversión. Segundo, durante esos años desapareció la mayor parte de las normas reguladoras que se habían establecido en los años treinta.

La primera hipótesis a investigar plantea que, si hasta los años ochenta el marco institucional estrictamente regulado y la dinámica económica impulsada por un crecimiento rápido y una estabilidad monetaria habían limitado la actividad de la banca de inversión, la condición imprescindible para que esa actividad experimentase un fuerte desarrollo tuvo que ser la intervención de *factores transformadores que mutaran, es decir, modificaran sustancialmente tanto el marco institucional como la dinámica económica*.

Con respecto al marco institucional, la sub-hipótesis es que *esa mutación consistió en un cambio en profundidad de la combinación y la jerarquía entre los componentes del marco institucional*. Con respecto a la dinámica económica, la sub-hipótesis es que: *esa mutación supuso un cambio en profundidad de las condiciones de financiación de las empresas y las decisiones de inversión financiera por parte de los poseedores de ahorro*".

La segunda hipótesis a investigar plantea que, si hasta los años ochenta el marco institucional y la dinámica económica habían limitado la actividad de la banca de inversión, el fuerte desarrollo de esta desde los años ochenta *tuvo que significar la mutación, es decir, modificación sustancial de los mercados de capital y de las entidades (bancos de inversión) que operaban en esos mercados*.

Con respecto a los mercados de capital, la sub-hipótesis es que *esa mutación consistió en un cambio en profundidad de las funciones de la banca de inversión a través de los instrumentos utilizados y las operativas aplicadas*". Con respecto a los bancos de inversión, la sub-hipótesis es que *esa mutación consistió en un fortalecimiento de su capacidad empresarial que a la vez aumentaba su fragilidad financiera*.

Capítulo 2. DETERMINANTES DEL DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MARCO INSTITUCIONAL Y DINÁMICA ECONÓMICA

Este capítulo afronta la respuesta a la primera hipótesis, para lo cual analiza las características del marco institucional y de la dinámica económica de los años ochenta. La hipótesis presupone que antes de los años ochenta existían un marco institucional estrictamente regulado y una dinámica económica impulsada por un crecimiento rápido y una estabilidad monetaria que limitaban el perímetro de la banca de inversión y de los bancos que la realizaban.

Por lo tanto, si la condición imprescindible para que se produjese el fuerte desarrollo de la banca de inversión tuvo que ser un cambio en profundidad del marco institucional, es necesario demostrar que: 1) antes de los ochenta existía un marco estable basado en el dominio de los componentes normativos sobre los informales, 2) ese marco experimentó cambios en los años ochenta y 3) esos cambios alteraron la combinación y la jerarquía de los componentes informales frente a los normativos.

Igualmente, si la condición imprescindible para que se produjese el fuerte desarrollo de la banca de inversión tuvo que ser un cambio en profundidad de la dinámica económica, el análisis debe revelar que: 1) antes de los años ochenta existió un modelo de crecimiento rápido y estable, 2) ese modelo experimentó cambios en los años ochenta y 3) esos cambios alteraron las condiciones de financiación de las empresas y las decisiones de inversión financiera de los poseedores de ahorro”.

En ambos casos se trata de explicar la existencia de factores transformadores que provocaron la ruptura de los mecanismos de inercia que antes habían garantizado la reproducción de los factores de herencia.

1. MARCO INSTITUCIONAL VIGENTE DURANTE CASI MEDIO SIGLO

1.1. La institucionalización normativa construido por el *New Deal*

La quiebra bursátil de 1929 se convirtió en una crisis general de la actividad financiera y en una profunda depresión económica (Galbraith 2000; Kindleberger 2009). El *crac* financiero reveló el rotundo fracaso de los débiles mecanismos de prevención y supervisión que existían y la carencia de resortes eficaces para

intervención con urgencia una vez que se produjo la crisis. La quiebra del 40% de los bancos entre 1929 y 1933 fue una de sus peores consecuencias (Kennedy, 1973).

Tras las elecciones de 1932 que dieron la victoria a Roosevelt, la nueva administración puso en marcha un conjunto de normativas financieras que se proponían hacer inviable la repetición de una crisis semejante (Schlesinger 1958). Entre 1933 y 1940 la Cámara de Representantes y el Senado aprobaron sucesivas leyes con las que se conformó un edificio regulatorio estricto en sus normas y de alcance general para toda la actividad financiera, basado en cinco pilares (Bentson 1990; Burns 1974; Dymski 1998; Patrick 1993):

1) La *Banking Act*, aprobada en 1933, es más conocida como ley Glass-Steagall en referencia a los dos parlamentarios que la promovieron. La disposición principal que introdujo fue la drástica separación entre las actividades de banca comercial, centradas en la captación de depósitos y la concesión de préstamos, y de banca de inversión, centradas en la negociación de títulos de valores en los mercados de capital. Los bancos y demás entidades comerciales que realizasen la primera actividad tendrían prohibido desarrollar negocios relacionados con los títulos privados, tanto por cuenta de clientes como por cuenta propia¹⁷. Los bancos y demás entidades de inversión tendrían prohibido la creación de depósitos y la concesión de préstamos. Las entidades dedicadas a cada actividad ni siquiera podrían compartir capital, empleados o conexiones a través de sociedades filiales que realizasen la otra actividad.

El fundamento de esa separación era evitar el peligro que se produce cuando los bancos comerciales participan en los mercados de capital quedando amenazados los ahorros (depósitos) de la mayoría de la población.

Otra disposición importante de la ley fue la creación de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) como organismo que garantizaba los depósitos bancarios de la población. Como contrapartida, los clientes debían abonar una pequeña tasa a dicha agencia federal y esta se convertía en un organismo supervisor de la actividad de los bancos comerciales.

2) La *Securities Act*, también aprobada en 1933, introdujo por primera vez a escala federal un conjunto de normas que debían cumplir las empresas emisoras de nuevos títulos y los bancos de inversión que actuaban como suscriptores de dichas emisiones en los mercados primarios de esos títulos. Las normas establecían requisitos sobre la información que tenían que proporcionar sobre la situación de las empresas, la cuantía y condiciones de las nuevas acciones o bonos emitidos, las condiciones de

¹⁷ La excepción era que sí podían participar en la emisión, negociación y tenencia de títulos de deuda de las administraciones públicas.

suscripción y el tipo de inversores a los que se dirigían, los precios y otras condiciones destinadas a mejorar la transparencia de los mercados de títulos.

Otra disposición importante de la ley fue la creación de la Securities and Exchange Commission (SEC), el organismo federal responsable del funcionamiento de los mercados de títulos.

3) La *Securities Exchange Act*, aprobada en 1934, estableció la normativa de funcionamiento de los mercados secundarios de títulos y la actuación de los intermediarios que operaban en esos mercados. En su forma más detallada lo hizo para la negociación de acciones a través de mercados bursátiles, por lo que más adelante tuvieron que promulgarse normas adicionales para la transacción privada de acciones fuera de las bolsas (*over the counter*) y en 1939 la Trust Indenture Act lo hizo para la negociación de títulos de deuda (valores no cotizados).

4) La *Investment Company Act* y la *Investment Advisors Act*, aprobadas en 1940, dictaron normas específicas para las entidades que participaban en los mercados de títulos. Su propósito era doble: dotar de transparencia y confianza a los mercados, y evitar abusos por parte de quienes pudieran tener posiciones ventajosas en términos de información y formación¹⁸.

La primera ley lo hizo para regular la actuación de inversores como los fondos mutuales, los fondos de capital riesgo (*private equity funds*), los fondos de cobertura (*hedge funds*), los fondos de mercados monetarios y las sociedades holding. La segunda ley lo hizo con los bancos de inversión y otras entidades que asesoraban a fondos pensiones, fundaciones y otros inversores escasamente formados en los negocios financieros.

5) Finalmente, la *Bankruptcy Act*, aprobada en 1938, conocida como ley Chandler, fijó los criterios por los que los bancos de inversión no debían participar en la reorganización, absorción y/o desaparición de empresas en situaciones de quiebra para evitar posibles conflictos de intereses.

Por consiguiente, desde la perspectiva de la actividad de banca de inversión el *New Deal* forjó un marco institucional fuertemente regulado en la medida en que estableció un conjunto de normativas:

- Con rango de leyes
- Gobernadas por organismos federales

¹⁸ La misma preocupación de evitar abusos condujo a que entre 1938 y 1941 funcionara el Temporary National Economic Committee, encargado de realizar estudios para detectar situaciones de monopolio y concentración de poder con el fin de elevar propuestas al Congreso para que fuesen eliminadas.

- Que cubrían todas las facetas de los mercados de títulos
- Combinaban las medidas preventivas y supervisoras con medidas de intervención en situaciones de urgencia.

Posteriormente, aquellos componentes normativos se vieron reforzados con normas adicionales que se proponían hacer frente a nuevos hechos que aparecían en la economía y que podían dificultar o crear desfases normativos con las leyes dictadas en el *New Deal*, sobre todo a partir de los años sesenta. Así, la *Williams Act*, aprobada en 1968, introdujo varias enmiendas a la Securities Exchange Act para regular mejor los procedimientos en los que debían realizarse las ofertas de compra de paquetes accionariales de empresas (OPAs). Igualmente, las *Securities Acts Amendment*, aprobadas en 1975 actualizaron ciertas normas de las Securities Act y Securities Exchange Act sobre la negociación de acciones, encomendando a la SEC la responsabilidad de promover la creación de un único mercado bursátil a escala nacional que funcionase en tiempo real, junto con la aplicación de mecanismos electrónicos de liquidación en las operaciones de compra-venta de títulos.

De ese modo, a lo largo de más de cuatro décadas se mantuvo la primacía de los factores de herencia que reproducían las pautas institucionales de lo que Paul Krugman denominó los “tiempos de las finanzas aburridas”. Otra expresión ilustrativa utilizada con frecuencia fue la de *gentlemen’s club* para referirse a los bancos de inversión, en su mayoría de pequeñas dimensiones y con una estructura de la propiedad que procedía de los banqueros que los fundaron. Tradición, fidelización y reputación eran tres atributos complementarios que caracterizaban a esos bancos, cada uno de los cuales mantenía a lo largo del tiempo el tipo de especialización dentro de la actividad de banca de inversión, las formas de gestión, el personal y las relaciones con sus clientes. Por ello, el marco institucional generaba hábitos que ejercían de antídotos contra la asunción de riesgos excesivos, la proliferación de innovaciones financieras y la fragilidad de los balances patrimoniales (Bentson 1990; Burns 1974; Dymski 1998; Patrick 1993).

1.2. Signos de erosión

El hecho de que a finales de los años setenta siguieran dominando los componentes normativos establecidos por el *New Deal* ponía de manifiesto la vigencia de los factores hereditarios que reproducían esa jerarquía. No obstante, en el curso de aquella década se hicieron visibles ciertos signos diferenciales que indicaban la existencia de mecanismos de erosión o factores evolutivos. Dos grupos de hechos pueden explicar ese proceso de erosión y ambos están relacionados con la quiebra del período de fuerte expansión de la economía que se analiza más adelante (Cairncross 1992; Marglin y Schor 1990; Palazuelos 1986, 1988).

El primero se derivó de la relación entre el crecimiento de la economía y la concentración de la renta doméstica y de la actividad empresarial. Por un lado, el fuerte incremento del ingreso disponible de los hogares durante más de dos décadas, unido a su desigual distribución hacia los hogares con mayores ingresos, hizo que el creciente ahorro doméstico se invirtiese cada vez más en títulos que acrecentaban la riqueza financiera (Palazuelos 2011). El valor de los activos financieros de los hogares, que entre 1960 y 1970 se había elevado de 1,35 a 2,50 billones de dólares, experimentó un aumento muy superior en la siguiente década hasta alcanzar 6,7 billones en 1980. (Federal Reserve System, Financial Accounts). En el caso de las empresas, el fuerte aumento de los beneficios incentivó los procesos de concentración a través de fusiones y compras, de operaciones de compra de acciones, y de nuevas emisiones de acciones realizadas por un creciente número de empresas que deseaban cotizarse en las bolsas. A la vez, el valor de los activos financieros de las empresas no financieras, que en los años sesenta había pasado de 0,22 a 0,43 billones de dólares, en los años setenta aumentó hasta 1,6 billones de dólares (FRS).

El segundo grupo de hechos se derivó de la desaparición de los acuerdos que durante la Edad de Oro habían garantizado una sólida estabilidad monetaria y un contexto favorable para las expectativas de los agentes económicos (Marglin y Schor 1990). De un lado, quebró el pacto social entre asalariados y empresarios que había garantizado la moderación de la pugna distributiva para el reparto de los incrementos de productividad entre los salarios y los beneficios. Quebró también el pacto político por el que la intervención del Estado había garantizado la gestión del ciclo económico, había limitado la intensidad de las fases de recesión u había redistribuido rentas hacia los grupos sociales más débiles (Marglin y Schor 1990; Palazuelos 1988, 2015). De otro lado, desapareció el acuerdo internacional firmado en Bretton Woods por los gobiernos en 1944 para mantener un sistema monetario que había garantizado las tasas de cambio fijas entre las monedas. La quiebra de esos tres consensos estuvo en el origen del contexto de inestabilidad monetaria interna (tensiones inflacionistas) y externa (tensiones de las tasas de cambio) de la economía estadounidense durante los años setenta.

Ambos grupos de hechos provocaron sucesivos efectos en el marco institucional de la banca de inversión (Calomiris 2000; Eaton 1995; Dymski 1998; Marham 2002), con las consecuencias que se analizarán en el siguiente capítulo, entre las que destacan:

1. Mayor perímetro para la actividad de banca de inversión, merced al aumento de operaciones demandadas por las empresas y por los hogares, y a la aparición de innovaciones financieras con las que afrontar las condiciones de inestabilidad y profunda incertidumbre (Lerner 2006; Wilmar 1990).

2. Integración de negocios y mayor competencia. El mayor perímetro de actividad fomentó la búsqueda de estructuras bancarias capaces de participar en distintos mercados y con distintos tipos de clientes (Pitt y Williams 1983; Matthews 1994). La decisión adoptada por la SEC en 1975 de eliminar las tarifas fijas cobradas por las operaciones de intermediación acentuó la búsqueda de nuevas oportunidades de negocio.

3. Importancia del tamaño. La pretensión de ampliar los negocios y el aumento de la competencia hicieron que la escala se convirtiera en un dilema importante para los bancos de inversión. Para incrementar sus recursos y el acceso a mayores fuentes de financiación, trazaron tres alternativas: la concentración empresarial entre bancos que realizaban la actividad de banca de inversión, la salida a bolsa para captar mayor capital y la emisión de títulos de deuda para obtener más fuentes de financiación.

4. Búsqueda de formas de eludir la normativa institucional. Los propósitos expansivos y las nuevas oportunidades incentivaron el interés por eludir los requisitos legales y administrativos que limitaban esos objetivos (D'Arista y Schlesinger 1993; Wilmart 1990; Dymski 1998; 2012). Contaban además como precedentes con el comportamiento de los bancos comerciales para eludir las normativas que les afectaban y con los resquicios que permitía la creación de bancos filiales no adscritos a la regulación de la Reserva Federal.

5. Primeros signos de laxitud reguladora de los organismos federales. En particular, la Office of the Comptroller of the Currency (OCC) comenzó a emitir informes que interpretaban de forma laxa las restricciones impuestas por las leyes del *New Deal*. En menor medida, la Securities and Exchange Commission (SEC) se sumó a ese comportamiento mediante disposiciones que relajan el cumplimiento de ciertas medidas (Bentson 1990; Calomiris 2000). Sin embargo, tratándose de normas con rango de ley, los tribunales de justicia rechazaron la mayoría de esas nuevas interpretaciones, lo que supuso la incorporación de mayor jurisprudencia a favor del estricto carácter regulador del marco institucional.

Por tanto, aunque “algo nuevo se movía” en la banca de inversión de los años setenta, con prácticas relacionadas con los componentes informales, sin embargo, se mantenía el dominio de los componentes normativos que limitaban el desarrollo de la banca de inversión y la influencia de los bancos de inversión (Bloch 1989), cuyo radio geográfico de acción se concentraba en el área de Manhattan. Al comenzar los años ochenta, la “industria de títulos” estaba formada por 2.500 entidades de las cuales menos de 400 eran miembros de la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE) y entre estas apenas 22 bancos, es decir menos del 1% poseía más de 70% de los activos de la industria. Sin embargo, pese a ese elevado grado de concentración, se trataba de una industria de escaso relieve si se tiene en

cuenta que, por ejemplo, sólo el Citibank, el mayor banco comercial en aquel momento, poseía un capital accionario casi equivalente al que sumaban todas las entidades de la industria de títulos (5,4 miles de millones de dólares), mientras que sólo representaba el 5% del capital de los bancos comerciales.

2. ALTERACIONES DEL MARCO INSTITUCIONAL

El programa económico de Ronald Reagan durante la campaña electoral de 1980 anunciaba grandes cambios en múltiples ámbitos de la economía, con un denominador común que era la reducción del papel del Estado, particularmente en sectores estratégicos como los transportes, la energía y las finanzas. Tras su victoria electoral, desde los primeros meses de 1981 la nueva Administración adoptó sucesivas medidas encaminadas a modificar las condiciones del sector financiero mediante una intensa desregulación de las normas vigentes que impulsara el funcionamiento libre de los mercados financieros (Campagna 2000; Krugman 1994; Palazuelos 2000).

No obstante, como en otras facetas del sector financiero, la influencia de la nueva política aplicada por la Administración Reagan relacionada con la actividad de banca de inversión no se limitó a esas medidas que eliminaban las normas hasta entonces vigentes, sino que también fue importante su actitud de “dejar hacer” que se plasmó en una decreciente voluntad por garantizar el cumplimiento de las leyes y las normas administrativas que seguían en vigor. Se produjo así un doble movimiento consistente en eliminar componentes normativos y en favorecer la extensión de componentes informales (Calomiris 2000; Geisst 1997; Komai y Richardson 2014; Wilmat 1990).

2.1. Cambios en leyes y normas

a) Aplicación discriminatoria de la Regla Neta de Capital (RNC)

La aplicación inicial de la RNC formaba parte de los nuevos elementos surgidos en los años setenta, pero la profundidad de sus consecuencias se produjo a raíz de los cambios incorporados en 1982. La RCN pretendía garantizar la capacidad financiera de las empresas dedicadas a la negociación de títulos para que pudieran cumplir con las obligaciones de pago contraídas con sus acreedores si sufrían eventos desfavorables. La regla fue aprobada por la SEC en 1975 mediante el establecimiento de unos requerimientos de capital (RC) que esas entidades debían mantener para hacer frente a pérdidas inesperadas en sus carteras de activos (Habermann 1987; Herring y Schuermann 2003; SEC 2004). Su cálculo podía realizarse mediante dos métodos: básico y alternativo.

El método básico requería que las entidades mantuviesen un 6,66% del endeudamiento agregado (principalmente pasivo ajeno) en forma de capital propio, lo cual significaba imponer un límite superior de 15:1 en el apalancamiento, por lo que el endeudamiento agregado no podía superar 15 veces el capital neto¹⁹. El método alternativo requería que las entidades mantuvieran un 4% de capital con respecto a las cuentas por cobrar (que tenían que abonar sus clientes), lo que equivalía a una ratio 25:1 como límite superior de apalancamiento. Sin embargo, tras la aprobación de una nueva enmienda a la regla en 1982, ese límite se relajó pasando a ser del 2%, es decir una ratio de 50:1. Además, este segundo método solo aplicaba requerimientos de capital sobre la parte del negocio relacionada con los clientes, pero no sobre las cuentas propias²⁰.

Esa dualidad de cómputo significaba, de hecho, que la norma discriminaba a las entidades según su tamaño, en la medida en que comportaba una restricción para las entidades que no disponían de capital suficiente para acogerse al segundo método. De ese modo, la norma favorecía el mayor apalancamiento en las entidades más grandes a las que se permitía un mayor límite superior. Por esa razón, según los datos de la SEC, las 10 mayores NFL (*National Full Line*), orientadas al negocio minorista, estaban acogidas al método alternativo a finales de 1979. La ventaja para los grandes bancos de inversión se acentuó con la reforma de 1982 que redujo a la mitad la exigencia de capital (Mathews 1994), de modo que dicha exigencia se redujo en 610 millones de dólares en términos netos para las entidades que optaron por el segundo método, a la vez que penalizó en 55 millones a las entidades acogidas al método básico.

La aplicación de la RNC provocó tres efectos principales. Primero, los niveles de apalancamiento permitidos por la SEC aumentaron significativamente para el conjunto de las entidades. Según los datos de la propia SEC, la ratio de deuda respecto a recursos propios era de 7,6:1 en 1972 y tras su continuado aumento, sobre todo en los ochenta, se aproximó a 18:1 en 1991 para el conjunto de las entidades cotizadas (grupo NYSE).

Segundo, el apalancamiento de los trece mayores grandes bancos de inversión creció bastante más, hasta alcanzar 27:1 en 1991 (GAO 1992: 40-41). En el caso de cuatro de los cinco mayores bancos se observa que en los años posteriores, la ratio

¹⁹ El endeudamiento agregado excluía determinados tipos de deuda, como la subordinada, la garantizada y otros tipos de pasivo, por lo que en realidad el apalancamiento no quedaba limitado por la ratio de 15:1.

²⁰ El caso del banco Drexel-Burnham-Lambert, cuya relevancia se expone más adelante, fue ejemplar ya que cuando redujo la cartera relacionada con sus clientes (cuenta de *broker*), en la que tomaba posiciones en nombre de esos clientes, su capital neto disminuyó considerablemente aparentando una reducción del apalancamiento, pero seguía manteniendo una considerable parte 'propietaria' (cuenta de *dealer*) en la que el banco tomaba posiciones en títulos por cuenta propia.

todavía fue más alta, llegando cuatro de ellos a superar una relación de 30:1 como se aprecia en la tabla siguiente. De ese modo, a finales de los noventa esos bancos presentaban niveles de apalancamiento que les asemejaban a algunos de los principales *hedge funds*, con promedios de ratios deuda/capital incluso superiores al que mostraba (28:1) Long-Term Capital Management (LTCM) antes de su caída en 1998. Considerando, además, que esos niveles no incluían en muchos casos los instrumentos de deuda asociados con derivados, ya que, en parte, estos eran contabilizados fuera de balance (Partnoy 2003).

Tabla 2.1. Ratios de apalancamiento de los principales bancos de inversión (deuda/capital acionarial)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bear Stearns	31,3	28,1	28,8	30,8	32,5	35,0
Goldman Sachs*	na	na	19,3	27,5	28,1	31,6
Merrill Lynch	26,9	27,1	27,8	29,9	34,2	28,3
Lehman Brothers	38,2	31,4	30,2	32,2	32,5	27,4
Morgan Stanley	20,8	17,6	17,2	19,4	20,7	21,5

* Comenzó a cotizar en bolsa en 1999 y por tanto, hasta esa fecha el apalancamiento se refiere la ratio deuda/capital de los socios.

Fuente: SEC, 10-K Annual Reports

Tercero, como sucedía con otras situaciones de hecho que se exponen más adelante, ese exagerado apalancamiento ponía de manifiesto que los organismos federales responsables de la prevención y la supervisión no consideraban que existieran motivos de preocupación por el creciente riesgo que contraían²¹. Al contrario, desde aquellos años ochenta dominó la idea de que los bancos de inversión contaban con suficientes recursos propios y que eran las fuerzas del mercado quienes determinaban el capital necesario para que pudieran competir en condiciones (Herring y Schuermann 2003: 12-13). Por lo cual era coherente la reducción de los requerimientos de capital. Sin embargo, como se analizará, con el paso del tiempo esa permisividad ante el fuerte apalancamiento supuso una mayor exposición al riesgo de liquidez (por la forma de financiarse con préstamos a muy corto plazo y el riesgo de incurrir en pérdidas sustanciales en caso de eventos adversos).

²¹ De hecho, los bancos de inversión no eran considerados SIFI (*Systemically Important Financial Institutions*) debido a las diferencias estructurales que tenían respecto a los bancos comerciales, lo cual les hacía, supuestamente, menos vulnerables ante riesgos de *default* que a estos últimos (Herring y Schuermann 2003).

b) La Rule 415 se decanta hacia el 'shelf-registration' (SR)

Como se ha mencionado, la *Securities Exchange Act* (SEA) estableció en 1934 las normas que regulaban las emisiones primarias de títulos de valores, quedando bajo la supervisión de la SEC. La norma quería mantener una correspondencia adecuada entre dos principios fundamentales (Bloch 1989: 300). Uno era el de plena divulgación (*Full disclosure*), que pretendía dotar a los inversores de la máxima información actualizada y auditada sobre la situación financiera del emisor, para que adoptaran sus decisiones con la mayor transparencia posible. El segundo era el de estimular la auto-regulación (*self-regulated organizations*, SRO) mediante la cual la SEC delegaba en la National Association of Securities Dealers (NASD), asociación privada de trading de instrumentos *over the counter* (OTC), y en otras bolsas de valores el control de las prácticas de trading relacionadas con los títulos negociados en dichas bolsas.

Sin embargo, el curso imprimido por la Rule 415, hicieron que de manera paulatina las autoridades introdujeran cambios que afectarían sobre todo al principio de plena divulgación. El primer paso se produjo en 1970 cuando la SEC introdujo el formulario S-16, con el propósito de simplificar los documentos de registro de las nuevas emisiones para evitar información duplicada y el exceso de trámites administrativos. Para ello permitió el registro de emisiones (en su mayoría bonos corporativos) mediante la “incorporación por referencia”, de manera que un solo documento serviría para realizar múltiples ofertas de emisión en fechas posteriores. Lo cual comportaba dificultades evidentes para que los organismos supervisores pudieran realizar un examen riguroso de esos documentos.

Sin embargo, de nuevo, el paso definitivo se produjo en 1982, cuando la SEC aprobó la *Shelf Registration* (SR) conocido formalmente como la Rule 415 o R415. Era una enmienda a la SEA (Mathews 1994) que por un lado reducía de 20 días a 2 el proceso de registro y emisión, es decir, el periodo hasta que la emisión se hacía efectiva, y por otro lado las empresas cotizadas en bolsa disponían de un plazo de dos años para sacar al mercado la emisión, evitando así que esa salida se produjese en momentos adversos (exceso de volatilidad, fases bajistas, etc.). Según su enunciado, el objetivo era disminuir el riesgo de mercado y aprovechar supuestas “ventanas de oportunidad” que otorgaba esa flexibilidad de plazos (Bloch 1989: 316). Sin embargo, esa norma convertía en tarea imposible la supervisión de la cantidad y la calidad de la información con la que se lanzaban las emisiones de títulos. De ese modo cuestionaba frontalmente el principio de plena divulgación, ya que eliminaba la posibilidad de garantizar a los inversores la necesaria transparencia acerca de los títulos emitidos. En adelante, la emisión de títulos a los mercados primarios y su posterior negociación en mercados secundarios funcionarían con normas cada vez más laxas, a expensas sobre todo del principio de auto-regulación por parte de las

SRO y abandonando la regulación estricta que había establecido la Securities Exchange Act en 1934.

Las consecuencias de esa norma desreguladora cabe agruparlas en dos efectos principales. En primer lugar, la casi eliminación de los plazos de emisión cambió la naturaleza del consorcio tradicional²² de suscripción (*underwriting*, UW), lo cual contribuyó al aumento de la concentración empresarial en el mercado de suscripciones. El número de entidades participantes de los consorcios se redujo al mínimo debido a la falta de tiempo para reunir miembros y para establecer cuotas de suscripción. De esa forma muchos bancos de menor tamaño se vieron obligados a abandonar la actividad de suscripción por carecer de la suficiente capitalización para hacer frente a las suscripciones de forma individual. Como se explica en el siguiente capítulo, entre los diferentes métodos de suscripción de títulos, pasó a prevalecer el *Bought Deal* por el que un banco de inversión es el que compromete su capital en la compra de la emisión para después colocarla en los mercados. Por tanto, sólo los grandes bancos de inversión tenían capacidad para intervenir en ese tipo de suscripciones en operaciones de gran volumen y escaso tiempo. De hecho, ese cambio fue una de las principales razones para que los grandes bancos de inversión decidieron cotizarse en bolsa.

Como contrapartida, esas operaciones les proporcionaron crecientes beneficios. En primera instancia, la reducción de los consorcios, la intensa competencia entre los pocos grandes intermediarios y la eliminación de las comisiones fijas desde 1975, ocasionaron una disminución de los *spread*²³ y de la cifra global del negocio de suscripción de títulos. Sin embargo, el abandono de numerosos competidores de pequeño tamaño hizo que, según se generalizó el método *Bought Deal*, el *spread* de cada operación se convirtiese casi íntegramente en ganancia para el suscriptor de la emisión o para los pocos que participaban en ella. La propia SEC (Poulsen y Marr 1987: 1-27) aporta evidencia empírica de cómo la SR tuvo un impacto positivo en los ingresos por *underwriting* para los grandes intermediarios que fueron los que lograron incrementar sus ingresos.

El segundo tipo de efectos provocados por la Rule 415 fue el aumento del riesgo al que se exponían esas entidades intermediarias. El *Bought Deal* conllevaba el riesgo de que el banco suscriptor se convirtiese involuntariamente en comprador de última instancia (*buyer of last resort*), acumulando inventarios en forma de títulos sin posibilidad de venderlos al precio previsto inicialmente; debido, por ejemplo, a

²² El consorcio de suscripción es un grupo de entidades bancarias que participan conjuntamente en una operación de suscripción de títulos de valores de gran tamaño con el objetivo de diversificar el riesgo.

²³ El *spread* es la diferencia entre el precio de compra y el de venta una vez que la emisión se coloca en el mercado secundario; representa la comisión de la entidad intermediaria, que por lo general es el 1% del total de la emisión, la quinta parte de la cual generalmente va al gestor principal.

cambios en las condiciones de mercado. Como esos bancos estaban cada vez más apalancados, gestionan una base de capital tan estrecha que podría verse afectada por el exceso de inventarios de títulos no vendidos. Para evitarlo, los bancos empezaron a realizar estrategias que les cubriesen de ese riesgo, principalmente a través de la toma de posiciones cortas en mercados de futuros. De ese modo, utilizaron cada vez más nuevos instrumentos derivados y nuevas operativas que también generaban nuevos riesgos en un tipo de mercados (derivados) distinto y más inestable que el de los títulos.

c) La Garn Saint Germain Act (GSGA) y su antecedente

La *Depository Institutions Act*, conocida como *Garn St Germain Act*, fue aprobada en 1982 y constituyó otra modificación sustantiva de la legislación vigente desde los años treinta. Su objetivo principal fue liberalizar la actividad de las Savings and Loan (S&L) autorizándolas para que pudieran tomar posiciones de activo en instrumentos financieros con perfiles de riesgo mayores que los tradicionales préstamos hipotecarios que concedían hasta entonces.

Esta decisión indujo importantes cambios no sólo en esas entidades, sino también en el conjunto de la actividad crediticia de la banca comercial y en la actividad de banca de inversión. La opción de que sus carteras tuviesen títulos de deuda corporativa implicaba (Krugman 1991: 134-6) la posibilidad de que realizasen inversiones más arriesgadas en deuda fuera del grado de inversión (los *junk bonds* que se analizan en el siguiente capítulo fueron su mayor expresión), mientras que su principal fuente de financiación (depósitos minoristas) seguían siendo respaldados por el gobierno a través del Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), cuyo papel era similar al que ejercía la FDIC para los depósitos de los bancos comerciales. Ese hecho suponía combinar la “nacionalización” del pasivo y la privatización del activo (Rotberg 1989: 5), ya que utilizaban depósitos líquidos y garantizados con fondos públicos para incrementar su exposición a los principales riesgos financieros mediante inversiones en activos con menor liquidez. Si las S&L no pudieran cumplir con sus obligaciones sería la FSLIC la que quedaría a cargo del pago, si bien la posibilidad de tal evento sería débil en la medida en que las S&L estuvieran sometidas a una supervisión adecuada que evitase la realización de inversiones en instrumentos con un perfil de riesgo elevado. Aunque, de hecho, sucedió lo contrario.

En realidad, esa ley fue la respuesta a la exigencia formulada por las S&L ante los efectos de otra ley previa que en 1980 había liberalizado la actividad de los bancos comerciales. Sucedió al final del mandato presidencial de James Carter cuando, en plena campaña electoral, aprobó la *Depository Institution Regulation and Money Control Act* que autorizaba a los bancos comerciales a realizar actividades que hasta

entonces les estaban vetadas. Esa decisión fomentó la aparición de nuevos instrumentos y operativas con las que eludir otras leyes y normas vigentes, los cuales jugarían un papel decisivo en el estallido de la crisis bancaria desatada a finales de los ochenta. Paralelamente, fomentó un proceso de concentración bancaria que culminaría en la década siguiente con una auténtica oleada de fusiones y absorciones (Dymski 1999).

En ese contexto de liberalización y de creciente competencia entre las entidades de crédito, la GSGA fue decisiva en el profundo y rápido cambio que se produjo en la estructura financiera de las S&L. En sólo tres años, de 1982 a 1985, el total de sus activos se incrementó en un 56% pasando de 686 a 1.068 miles de millones de dólares, más del doble del crecimiento registrado por los bancos comerciales (24%). A la vez, se incrementó la parte de pasivo favorecida por la eliminación de la cláusula Q, que restringía los tipos de interés pagados por los depósitos, elevando esos tipos por encima del precio de mercado, de manera que el valor de los depósitos aumentó en más de 120 mil millones de dólares (FDIC 1997: 178).

Consecuentemente, la aplicación permisiva de la GSGA, sin la supervisión adecuada, permitió que las S&L elevaran el perfil de riesgo de sus nuevas inversiones. Entraron así en productos novedosos diseñados y comercializados por los grandes bancos de inversión como los *junk bonds* (JB), productos derivados y titulizaciones hipotecarias (MBS), que se analizan en el siguiente capítulo. Por ejemplo, la posesión de MBS en el activo de las S&L multiplicó su valor por 2,25 entre 1984 y 1988, pasando de 85,3 a 192,8 mil millones de dólares. En el caso de los JB, su presencia en el activo también se elevó con rapidez y fue un factor importante en el desencadenamiento de la crisis de una parte de esas entidades (Dab 1992: 93; FDIC 1997: 180). Las S&L encontraron en esos instrumentos la oportunidad de aumentar sus beneficios con rendimientos bastante mayores que los bonos hipotecarios que tradicionalmente venían negociando.

Simultáneamente, esa expansión de JB, MBS y otros nuevos instrumentos se convirtió en una de las principales fuentes de ingresos para los bancos de inversión a través de su intermediación en el mercado primario y secundario. Como se analiza en el siguiente capítulo, esa posición ventajosa indujo a los grandes bancos de inversión a favorecer ambos negocios y a participar con posiciones propias en la ola de fusiones y adquisiciones (F&A) y en la inversión en *private equity* (sobre todo operaciones LBO), en gran parte financiadas con JB.

d) Rule 144A: refugio para eludir la regulación

La Rule 144A fue otra enmienda hecha a la *Securities Act* de 1933 que se aprobó en 1990. Su contenido eximía de registrar en la SEC las emisiones de títulos por un

mínimo de medio millón de dólares destinadas a inversores privados (*private placements*). Se trataba de colocaciones realizadas a inversores profesionales llamados Compradores Institucionales Cualificados (QIB, por sus siglas en inglés) que, por lo general, eran grandes inversores institucionales con al menos 100 millones de dólares en activos invertibles. A la vez, la R-144A suprimió la exigencia de un mínimo de 2 a 3 años en los que los QIB debían mantener esos títulos antes de ponerlos a la venta en los mercados secundarios (Stowell 2010).

Según la SEC, esta norma atraería a un mayor número inversores extranjeros hacia los mercados de capitales estadounidenses y ampliaría la liquidez de los instrumentos emitidos sin cotización pública, tales como ciertos bonos, títulos convertibles o acciones, cuyas características de iliquidez hacían que el emisor tuviera que sufrir mayores costes de financiación. Sin embargo, sus consecuencias fueron bastante más lejos de tales propósitos ya que esa norma adquirió un gran atractivo para las empresas emisoras y los inversores extranjeros: las primeras podían emitir títulos sin tener que registrarlos y los segundos no tenían necesidad de adaptar sus sistemas contables al de EEUU.

De ese modo, la norma se convirtió en un refugio anti-regulatorio (*safe harbour*) que debilitó más la vigencia de la ley de 1933 y mermó la capacidad de supervisión de la SEC sobre una gran variedad de títulos negociables, instrumentos de deuda o títulos convertibles, así como de instrumentos de capital que desde entonces en su mayor parte se realizaron mediante ventas en privado. Estas ventas aportaron una parte importante de la financiación de los bancos de inversión, de modo que en 1989 representaban el 38% del capital total adquirido en EEUU y muchas innovaciones como las MBS, ABS, o las relacionadas con instrumentos convertibles se negociaron en ese mercado (Partnoy 2003; Stowell 2010; Harmetz: 2009).

2.2. Cambios en los organismos

La eliminación de los componentes normativos del marco institucional que se han analizado supuso una creciente erosión de la capacidad preventiva y supervisora de los organismos federales responsabilizados de la regulación de la banca de inversión. Paralelamente, esa erosión se vio acentuada por otros tres elementos igualmente fundamentales que concernían a la dejación de responsabilidades por parte de los poderes públicos: a) problemas de diseño y funcionamiento de esos organismos federales, b) posición ideológica de sus dirigentes y c) falta de poder y/o de voluntad para sancionar comportamientos claramente opuestos a la legislación vigente (Calomiris, 2000; D'Arista y Schlesinger, 1993; Partnoy 2003; Matthews, 1994). No otra podía ser la consecuencia de la idea central que dominó la actuación de la Administración Reagan: el Estado como problema y el libre mercado como garantía de eficiencia, crecimiento y riqueza.

a) Deficiencias y limitaciones de los organismos de supervisión

Los principales organismos que desempeñaban labores reguladoras habían sido creados durante el *New Deal*. La Securities and Exchange Commission (SEC), instituida en 1934, era el principal supervisor de la industria de los títulos e incorporaba también varias atribuciones de naturaleza contable, que posteriormente se traspasaron a otro organismo creado específicamente para este propósito, Financial Accounting Standards Board (FASB). La Commodity Exchange Commission (CEC), creada en 1936, supervisaba los mercados de materias primas negociadas en mercados (*commodities*) y posteriormente fue remplazada en 1974 por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) para supervisar los derivados financieros basados en *commodities*, principalmente los futuros. A su vez, se constituyeron las mencionadas Self Regulatory Organizations (SRO), como NASDAQ, AMEX, NYSE, encargadas de supervisar dentro del propio mercado la comercialización (*trading*) de títulos y la actuación de las firmas que participaban en los mercados secundarios (Komai y Richardson 2011).

Un primer problema que presentaba ese diseño organizativo era la deficiente demarcación entre las atribuciones de la SEC y la CFTC que, por ejemplo, daba lugar a la superposición de funciones como sucedía con la supervisión del *trading* de derivados como también los futuros y las permutas sobre acciones (*equity swaps*). Además, cuando se creó la CFTC ciertas cuestiones quedaron pendientes, como la regulación del *trading* de opciones en contratos de futuros sobre *commodities*, que carecían de regulación previa, y las condiciones requeridas para autorizar que los intermediarios en los mercados de futuros pudieran realizar *trading* por cuenta de clientes y por cuenta propia.

A la vez que problemas de duplicidades existían vacíos legales referidos a las respectivas atribuciones, de modo que los bancos de inversión unas veces tenían que informar de sus actuaciones a varios organismos y otras veces a ninguno. Surgieron así brechas de discrecionalidad que permitían comportamientos informales y abrían la posibilidad de aprovechar el arbitraje regulatorio, restando eficacia a la capacidad de los reguladores pretendida por la legislación original (Sporkin 1989; Komai y Richardson 2011).

Un segundo problema se presentó con el desarrollo masivo de productos financieros novedosos, su mayor complejidad y la creciente interconexión de los mercados mundiales. Ya a finales de los años ochenta, Sporkin (1989: 5) utilizó el término de “balcanización” para referirse a las condiciones que presentaba el marco regulador creado en los años treinta, tras el deterioro de la normativa legal y la expansión de unos productos y unos mercados de capital muy diferentes. Con el paso del tiempo, esas novedades se convirtieron en un obstáculo infranqueable para la capacidad supervisora y de intervención de la SEC y de los demás organismos, ya que se

encontraron desbordados en su capacidad técnica y humana, sin los recursos técnicos y de personal para afrontar sus responsabilidades. Esa incapacidad fue reconocida públicamente en 1994 por Arthur Levitt, presidente de la SEC entre 1993 y 2001, expresando que dicho organismo no contaba con los recursos necesarios para regular el negocio de los fondos de inversión y advirtiéndole que tendrían que ser los propios agentes quienes asumiesen las posibles pérdidas por invertir en derivados sin contar con la experiencia necesaria. Ese reconocimiento volvió a reiterarlo sucesivas veces en los años posteriores (Partnoy 2003: 162-3 y 169-70).

Adicionalmente, un tercer problema se sumó a los dos anteriores: el atractivo de los elevados incentivos salariales que pagaban los bancos a los funcionarios competentes de los organismos federales que deseaban utilizar las “puertas giratorias”. De ese modo, un número creciente de personas que previamente se encargaban de la función pública de prevenir y supervisar la actividad de los bancos de inversión se convirtieron en empleados dedicados a la función privada de buscar los mecanismos con los que orillar las normas vigentes según interesase a los bancos para ampliar su capacidad de negocio.

b) Arraigo del fundamentalismo de mercado en los organismos federales: convicciones e intereses

De sobra son conocidas las reiteradas profesiones de fe en la capacidad auto-reguladora de los mercados expresadas por los principales responsables que dirigieron los organismos federales vinculados con la actividad financiera, desde los sucesivos secretarios del Tesoro, pasando por la presidencia de la Reserva Federal, dirigida desde 1987 por Alan Greenspan, y por los presidentes de la SEC y demás órganos supervisores de la banca de inversión. Un ejemplo elocuente es el de las mencionadas declaraciones de Levitt a favor de esa auto-regulación, reiterando un credo ideológico con el que justificaba la erosión de las normas reguladoras y la primacía de las reglas y prácticas promovidas por los agentes privados (Herring y Schuermann 2003).

El fundamento de dicho discurso reside en el paradigma de los mercados eficientes, considerando que siempre dan las señales adecuadas a los inversores en función de su comportamiento, penalizándolos por la toma excesiva de riesgos, obligándoles a disciplinar su comportamiento y restableciendo siempre las condiciones de equilibrio. El paradigma se sustenta en el pensamiento neoclásico, elaborado a partir de postulados ideales muy alejados de la situación de los mercados financieros estadounidenses, pero a pesar de ello fue plenamente asumido como *Mainstream* en los ámbitos académicos, financieros y políticos. No es sorprendente, por tanto, que en el mundo financiero de los años ochenta flotara la sensación de inutilidad de la regulación y prevaleciera una actitud despreciativa hacia los

organismos, los dirigentes y el personal técnico que seguían defendiendo la necesidad de una buena regulación. Sensaciones y actitudes que también se hicieron dominantes en los propios organismos federales que eran los responsables de llevar a cabo esa regulación.

No obstante, además de convicciones la trayectoria de las principales personas que fueron nombrados para dirigir aquellos organismos revela la conexión directa que tenían con los intereses de la industria financiera. El propio Levitt desarrolló su carrera profesional desde los años sesenta en distintas entidades de *brokerage* de títulos y desde finales de los setenta también fue presidente de la American Stock Exchange (AMEX). Todavía más reveladora es la trayectoria de los sucesivos secretarios del Tesoro, el cargo de mayor responsabilidad financiera en la Administración Federal, ejercido desde 1981 por arduos defensores de la máxima liberalización financiera y estrechamente vinculados a los bancos de inversión, tanto por su procedencia como por el destino posterior a su cese como cargos del gobierno.

En 1981, Ronald Reagan nombró secretario del Tesoro a Donald Regan, que había sido el CEO, máximo cargo ejecutivo, de Merrill Lynch desde 1971 y que durante varios años había simultaneado esa responsabilidad privada con la de vicepresidente de la bolsa de Nueva York (NYSE), desde donde impulsó la introducción de ingeniería financiera en la bolsa. En 1985 le sucedió James Baker, un político sin trayectoria financiera, cuyo último cargo había sido secretario de Estado, pero que tras dos legislaturas como máximo responsable económico de las administraciones Reagan y Bush, en 1993 fue contratado por una importante firma dedicada al negocio de los derivados de energía, Enron, y por la firma financiera Carlyle vinculada con los negocios financiero-energéticos de la familia Bush. Su sucesor en el Tesoro fue Nicholas Brady, que había hecho su carrera profesional en el banco de inversión Dillon Read & Co y cuyo destino al finalizar su cargo fue la presidencia del fondo de inversión Templeton.

A continuación, en 1993 el primer secretario del Tesoro de la Administración Clinton fue Lloyd Bentsen, procedente del holding Financiero Lincoln Consolidated, mientras que el subsecretario Frank Newton había ejercido sucesivas responsabilidades en tres grandes bancos, Citicorp, Wells Fargo y Bank of America; al cesar en su cargo fue contratado por Bankers Trust, el primer banco de inversión que destacó en el negocio de los derivados. El siguiente secretario del Tesoro fue Robert Rubin, cuya trayectoria profesional estuvo vinculada durante décadas a Goldman Sachs, siendo su presidente hasta 1992. Tras su cese en 1999 ocupó la dirección ejecutiva de Citigroup. Como secretario del Tesoro le sucedió su subsecretario, Larry Summers, que previamente había sido economista jefe del Banco Mundial en el período en que esa organización alcanzó la máxima exaltación de la liberalización financiera a escala mundial. Otro tanto cabe decir de Wendy

Gramm, que fue presidenta de la CFTC entre 1988 y 1993, el organismo federal que era responsable del negocio de derivados; cuando cesó en su cargo pasó a trabajar en la compañía Enron, absolutamente interesada en la desregulación de los derivados basados en energía.

Observado desde esta perspectiva de vinculación entre convicciones e intereses no extraña la reiterada labor ejercida por esos dirigentes contra el entramado legislativo y organizativo que se había construido en los años treinta y a favor de su sustitución por un marco basado en la actuación sin restricciones de los agentes privados en los mercados financieros. En el capítulo 4 se analiza el duro debate que se produjo en torno a una eventual regulación de los derivados entre 1998 y 2000. Al unísono, Greenspan desde la Reserva Federal, Rubin y Summers desde el departamento del Tesoro y Levitt desde la SEC, cerraron filas a favor de los intereses privados de los grandes bancos para impedir que se promulgase una normativa reguladora, logrando que aprobase una norma que, *de jure* y *de facto*, prohibía la posibilidad de regular los derivados.

c) Incumplimientos de la legalidad sin sanción

Ya en los años ochenta se puso en evidencia una multitud de casos de inhibición por parte de los organismos federales, pero tal vez la más reveladora del escaso ejercicio de su poder sancionador fue la falta de respuesta administrativa y penal de los fiascos financieros que salieron a la luz en 1994. En ellos estuvieron implicados varios de los más importantes bancos de inversión por haber colocado productos financieros complejos (muchos de ellos derivados y productos estructurados) a clientes que de ninguna manera podían ser considerados como inversores profesionales.

La venta de esos productos resultó beneficiosa para los bancos porque aprovecharon su poder de mercado, la desinformación y la falta de preparación de sus clientes, muchos de los cuales quedaron arruinados. Los casos más conocidos surgieron de las operaciones con derivados que reunían todas las condiciones requeridas por la normativa vigente para que hubiesen actuado los organismos responsables de la supervisión. Tanto antes como después de que fueran puestos en circulación existían medios que hubieran limitado la propagación de engaños y tanto la SEC como otros organismos federales hubieran podido fortalecer su autoridad con sanciones ejemplarizantes. Sin embargo, ocurrió lo contrario ya que la SEC, tanto por su conversión en bastión de las ideas favorables a la autorregulación de los mercados como por la limitación de recursos humanos y materiales, optó por la pasividad considerando que eran asuntos privados que sólo competían a los agentes que participaban en el mercado.

Le lección fue bien aprendida por los grandes bancos de inversión. La inexistencia de sanciones legales frente a la toma excesiva de riesgos alentó nuevas prácticas con las que incrementaron sus niveles de apalancamiento y profundizaron en la creación de instrumentos financieros que ampliaban la posibilidad de incrementar sus rentabilidades. Aquella inhibición sancionadora suponía la prueba definitiva de la primacía de los componentes informales en el marco institucional de la banca de inversión, que había pasado a ser regido principalmente por comportamientos de hecho, estímulos individuales y reglas establecidas por los agentes privados en los mercados. Sólo en contados casos, como los expuestos al final del siguiente capítulo, donde mediaban actos claramente delictivos, la SEC o el propio Departamento del Tesoro intervinieron por vía administrativa y judicial para impedir su repetición.

2.3. Resultado 1: Transformación del marco institucional.

El análisis confirma cuatro premisas que resultan fundamentales para extraer una conclusión sobre el marco institucional que regulaba la actividad de la banca de inversión.

1. El marco institucional que se instauró en los años treinta se caracterizaba por el dominio absoluto de los componentes normativos y se mantuvo sin cambios significativos a lo largo de casi cinco décadas.
2. Durante los años ochenta se produjo la eliminación de una gran parte de los componentes normativos y la desactivación de algunos otros, a la vez que fueron ganando importancia los componentes informales.
3. La conjunción de esos cambios supuso la ruptura con el planteamiento integral de la regulación aprobada durante el *New Deal*.
4. Esa ruptura dio lugar a la modificación de las relaciones y de la jerarquía entre los componentes informales, cada vez más importantes, y los componentes normativos, en paulatino declive.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que, en efecto, *a partir de los años ochenta se produjo la mutación del marco institucional de la banca de inversión, quedando sustituido el vigente hasta entonces por otro escasamente regulado bajo la creciente primacía de los componentes informales.*

Como el marco precedente estaba basado en leyes y organismos federales reguladores que habían sido establecidos por el Estado en los años treinta, la sustitución de ese marco dependía también, en primer término, de decisiones políticas adoptadas por los poderes políticos. De ese modo, el factor transformador fue la actuación de la Administración Reagan y de las cámaras parlamentarias con mayoría republicana. Fieles al lema “el Estado como problema y el libre mercado como garantía de eficiencia, crecimiento y riqueza”, emprendieron de un amplio

programa de medidas legales y administrativas netamente desreguladoras. Por tanto, aunque en los años setenta se detectaban signos de erosión explicados en el epígrafe 1.2. que pudieron ejercer como factores evolutivos de aquel marco institucional, sin embargo, no fue su prolongación en el tiempo, ni su intensificación los que explican el proceso posterior.

Fue en el Congreso y el Senado donde se aprobaron las enmiendas a la *Securities Act* y la *Securities Exchange Act*, vigentes desde 1933-34. Fue el organismo federal de la SEC el que acordó la Regla Neta de Capital y las *rules* 415 y 144-A. Fueron organismos como la SEC, la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro quienes abanderaron el apoyo incondicional a las virtudes auto-reguladoras de los mercados y se inhibieron de ejercer las funciones preventivas, supervisoras y sancionadoras que la legislación les otorgaba.

Consecuentemente, la desaparición de múltiples componentes normativos y la actitud inhibitoria de los organismos federales hicieron que la actividad de banca de inversión crecientemente caracterizada por:

- Comportamientos de hecho que los propios operadores practicaban en los mercados de capital.
- Incentivos individuales que regían sus decisiones, los indicadores de éxito y los criterios de reputación de las entidades.
- Reglas de funcionamiento que consensuaban directamente esos operadores en esos mercados.

Esa primacía de los componentes informales se corresponde con hechos y fenómenos importantes que se analizan en el siguiente capítulo: a) surgimiento de nuevos instrumentos y operativas, incluyendo algunos que contravenían la normativa aún vigente, b) posibilidad de realizar emisiones primarias de títulos sin previa supervisión, c) lanzamiento a los mercados secundarios de grandes emisiones de títulos colocadas directamente por inversores institucionales, d) incorporación a mercados de riesgo de entidades como las Savings & Loan, e) consolidación de posiciones oligopólicas por parte de un número reducido de grandes bancos de inversión, f) exagerado nivel de apalancamiento y g) asunción de riesgos crecientes e interconectados por parte de esas grandes entidades.

Al cabo de casi dos décadas, sólo una norma fundamental instaurada por la *Glass-Steagall Act* en 1933 permanecía vigente, aunque sometida a cierta erosión: la prohibición de que los bancos comerciales y los bancos de inversión cruzasen sus respectivas actividades en los mercados de dinero y de capital.

3. NUEVA DINÁMICA ECONÓMICA

Desde la perspectiva de la actividad económica el programa republicano que condujo a la victoria electoral de Ronald Reagan también anunciaba grandes cambios, resumidos en la consigna “*America is back*” con la que el futuro presidente establecía una distinción radical de sus promesas de futuro y la trayectoria que había conducido a la crisis económica existente en 1980. El “nudo gordiano” de sus propuestas consistía en la crítica radical de la participación del Estado en la economía ofreciendo como contrapartida la liberalización radical de los mercados para hacer frente a la desaceleración del crecimiento económico y a los desequilibrios presentes desde los años setenta.

3.1. Objetivos: Corregir el rumbo y cambiar el modelo

El escenario económico estaba marcado por la recesión iniciada en 1979, de modo que, al año siguiente, en plena campaña, el PIB arrojaba una tasa negativa de -2%. Al mismo tiempo, las tensiones inflacionistas aceleradas por los efectos del segundo *shock* petrolero hicieron que el índice de precios al consumo de 1980 registrase una tasa media del 11%, mientras que las finanzas públicas presentaban un déficit del 2,7%, porcentaje que Reagan calificaba como grave y que necesitaba una inmediata corrección. Igualmente, el sector exterior mostraba un déficit que en la balanza comercial equivalía al 1% del PIB (Campagna 1994; Palazuelos 2000).

El programa económico de la Administración Reagan pretendía ser la alternativa que preservara los dos atributos fundamentales del modelo económico de la “Edad de Oro” (fuerte crecimiento con estabilidad monetaria), a la vez que modificaba radicalmente otros dos atributos principales de aquel período: amplio protagonismo estatal y estricto control de las finanzas. De hecho, la dinámica económica de los años setenta ponía de manifiesto la crisis de aquel modelo de crecimiento (Amstrong et al. 1991; Cornwall 1977; Palazuelos 1986; Marglin y Schor 1990). Comparando las situaciones de 1950-70 y 1970-80, el contraste era radical en al menos cuatro aspectos principales.

a) La Edad de Oro registró un crecimiento prolongado, sólo interrumpido por breves intervalos recesivos, que incrementó el PIB a una tasa media superior al 4% anual, con fuertes aumentos de la inversión, el consumo privado y la demanda pública. Sin embargo, en los años setenta la economía perdió más de una cuarta parte de su capacidad de crecimiento y siguió un rumbo errático con frecuentes interrupciones en ese crecimiento.

b) La Edad de oro promovió una distribución de la renta basada en un pacto social que garantizaba el reparto de los aumentos de productividad entre los salarios (impulsando el consumo) y los beneficios (impulsando la inversión). En los años

setenta, la ruptura de ese pacto acentuó la pugna distributiva que tuvo graves efectos sobre las tensiones monetarias y sobre las expectativas de los agentes económicos.

c) La Edad de Oro fue un período de estabilidad monetaria, tanto de los precios internos como de la tasa de cambio del dólar. En los años setenta se intensificó la inestabilidad monetaria, con notables tensiones inflacionistas y fuerte variaciones del dólar con las otras divisas.

d) La Edad de Oro mantuvo el compromiso de los poderes públicos con el crecimiento y la redistribución de renta, mediante el uso combinado de las políticas fiscales y monetarias. En los años setenta, la política económica se orientó de forma unilateral y poco eficaz hacia el control de los precios, abandonando la prioridad de la gestión del ciclo económico y la política social.

Para revertir la situación, la política económica de la nueva Administración estableció cinco pilares fundamentales: liberalización de los mercados, política monetaria restrictiva para controlar la inflación, reducción de impuestos para estimular el crecimiento, incremento de la capacidad recaudatoria y descenso los gastos estatales para alcanzar el equilibrio fiscal, y liberalización de los flujos exteriores tanto en el comercio de bienes como en los movimientos de capital.

3.2. Cambios en la dinámica y efectos en la banca de inversión

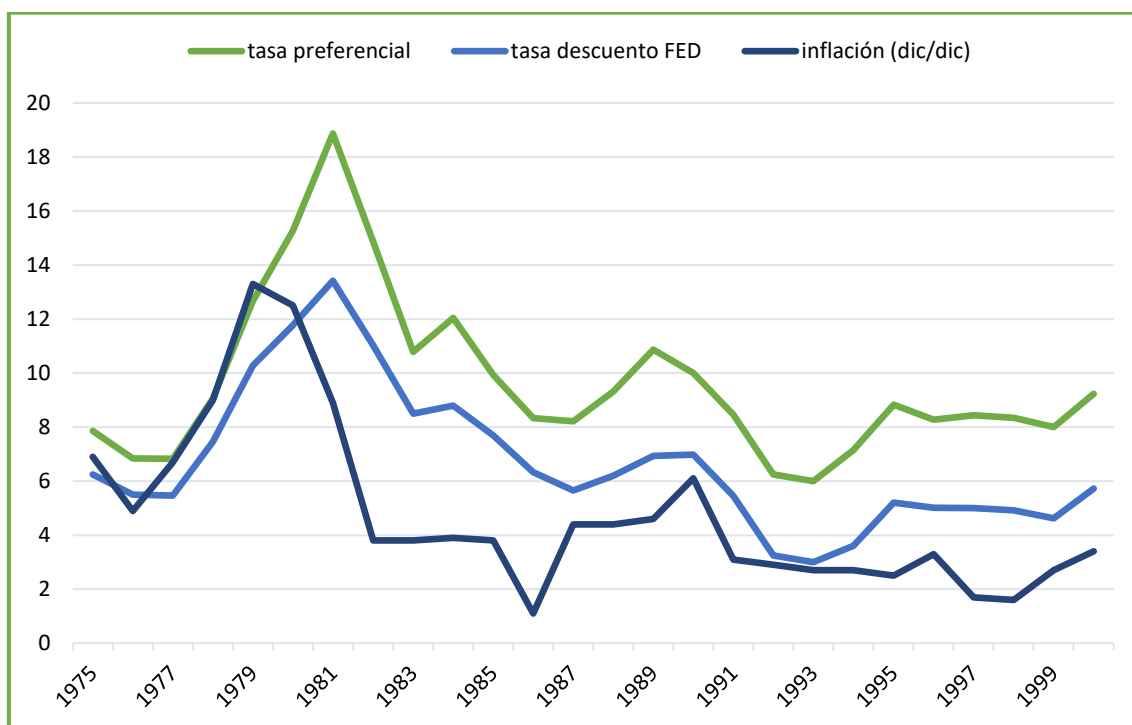
La propia formulación de esos cinco pilares de la política económica involucraba cambios que necesariamente tendrían que afectar a la banca de inversión al menos a través de tres vías o impactos sobre la rentabilidad de los títulos, el ahorro y su canalización financiera, y el comercio internacional de títulos formando parte de la liberalización de los movimientos de capital.

Sin embargo, de hecho, los efectos que tuvo la nueva dinámica económica en la actividad de la banca de inversión a lo largo de los años ochenta y noventa fueron muy superiores a los mencionados, debido a dos motivos relacionados. Uno fue el rumbo que tomaron las políticas aplicadas por la Administración Reagan y la continuidad del escenario de inestabilidad que se había configurado en los años setenta. El otro fue la emergencia de tres factores novedosos de gran importancia: la creciente internacionalización de las economías nacionales, la emergencia de importantes innovaciones tecnológicas y los cambios en las estrategias de gestión y financiación de las empresas (Lazonick y O'Sullivan 2000; Whalen 1997, 2002; Wray 2009). Esa interacción se concretó en cinco cambios principales que se pasan a analizar.

a) Viraje de la política monetaria

El segundo *shock* de los precios internacionales del petróleo hizo que en octubre de 1979 el IPC alcanzase a un promedio interanual del 13,3%, momento en el que la Reserva Federal respondió con un giro radical de su política monetaria, haciéndola fuertemente contractiva. De acuerdo con la doctrina monetarista asumida por su presidente Paul Volker, la Reserva Federal impuso una fuerte reducción del ritmo de aumento de la oferta monetaria que indujo una rápida elevación de los tipos de interés nominales y acabó de forma contundente con la situación previa en la que los tipos reales habían sido negativos (Palazuelos 2000; Krugman 1994; Shiller 2000). La dureza de la política monetaria, con tipos reales entre cuatro y seis puntos, se mantuvo hasta la segunda mitad de la década, como refleja el gráfico 2.1.

Gráfico 2.1. Evolución de la tasa de inflación y de los tipos de interés (%)



Fuente: SIA 2002 y Reserva Federal:

Los precios comenzaron a moderarse al cabo de tres años, en 1982, debido tanto al impacto de esa dura política monetaria como a otros factores favorables como el retroceso de los precios del petróleo, la caída de los costes laborales unitarios en términos reales y la gran entrada de importaciones baratas procedentes de Asia. La desaceleración tocó fondo en 1986 cuando la tasa de inflación se situó por debajo del 2%, manteniéndose después en la segunda mitad de los 80 en el entorno del 3-4% anual; mientras que la tasa de descuento de la Reserva Federal, a pesar de su

tendencia decreciente en términos nominales, se mantuvo como promedio cinco puntos porcentuales por encima del IPC a mediados de la década.

Ese comportamiento de los tipos y precios tuvo una gran influencia en las condiciones monetario-financieras de la economía y fue uno de los factores que determinaron el drástico cambio del régimen de financiación de un gran número de empresas desde los préstamos bancarios hacia los mercados de capitales a través de dos canales.

En primer lugar, la subida inicial de los tipos oficiales encareció el acceso a la financiación tradicional que se realizaba con préstamos bancarios, favoreciendo que tanto los órganos de la administración (gobierno federal y gobiernos estatales y locales) como las empresas aumentasen la utilización de títulos negociables, mediante la emisión de deuda (pública los primeros y corporativa las segundas) y de acciones en el caso de las empresas. Ese cambio coincidió con la desregularización iniciada por la Rule 415, con una disminución sustancial del tiempo de salida al mercado de las nuevas emisiones.

En segundo lugar, la variación de los tipos de interés²⁴ fomentó el contexto de incertidumbre en torno a los movimientos esperados de los tipos. Además, esa variabilidad entraba en contradicción con la rigidez que mantenían los préstamos bancarios en cuanto a los tipos a pagar y los plazos de vencimiento. Ambos aspectos fomentaron un primer desarrollo de las innovaciones financieras. Un ejemplo notable fue la utilización de *swaps* de intereses en torno a los bonos de deuda con el propósito de intercambiar flujos fijos por variables, con plazos más flexibles, convirtiéndose en una vía alternativa de financiación. De ese modo, las técnicas de ingeniería financiera, protagonizadas por los principales bancos de inversión, se orientaron a ofrecer diferentes alternativas que permitieran afrontar la situación de incertidumbre y que moderasen la presión de los altos tipos de interés sobre los costes de financiación, minimizando el riesgo como se analiza en el siguiente capítulo. (Palazuelos 2000; Geisst 1997; Lerner 2006). Por tanto, la política monetaria de la Reserva Federal ante aquel nuevo contexto de incertidumbre favoreció el desarrollo de la banca de inversión y de manera particular tuvo un fuerte impacto sobre las condiciones de financiación de las empresas y las oportunidades de inversión en los mercados de títulos de quienes poseían capacidad de ahorro.

De un lado, se produjo un enorme crecimiento de los títulos negociables en los mercados, con múltiples variantes creadas por la ingeniería financiera, lo cual supuso mayores posibilidades de negocio para los intermediarios financieros

²⁴ Los bonos del tesoro a 3 meses experimentaron una variación en un amplio intervalo entre menos del 6% y el 14% durante este periodo y lo mismo ocurrió con el resto de los tipos de interés sometidos a notables fluctuaciones (SIA 2002).

ocupados en las suscripciones de bonos corporativos, la creación de productos estructurados a partir de títulos de deuda y la intermediación de bonos y acciones en los mercados secundarios. Por consiguiente, las empresas modificaron sus estrategias de financiación mediante el uso creciente de bonos y acciones, frente al anterior predominio de los préstamos como principal vía de financiación sobre todo de las grandes empresas, dando lugar a una fortísima ampliación de las emisiones primarias y a su posterior negociación en los respectivos mercados de capital.

Desde el punto de vista de la banca de inversión esa modificación estratégica promovió dos cambios correlativos. El primero fue el gran incremento de los clientes con los que operaban en ambos lados del mercado: por una parte, las empresas que demandaban sus servicios de asesoramiento e intermediación para emitir títulos; por otra parte, los poseedores de ahorro que deseaban invertir en esos títulos y para ello también demandaban servicios de intermediación y asesoramiento.

Subsecuentemente, el segundo cambio se produjo en la organización y el funcionamiento de los bancos. Para hacer frente al formidable aumento del perímetro de sus negocios tuvieron que ampliar las áreas operativas que contaban con mayores demandas, relacionadas con: a) las relacionadas con las actividades de mercado primario (suscripción de títulos) y secundario (trading en nombre de clientes); b) otras demandas de servicios de asesoramiento e intermediación para buscar nuevas formas de acceder a financiación y para hacer frente a la incertidumbre mediante la contratación de derivados. Estos cambios se analizan en el siguiente capítulo.

b) Creciente déficit presupuestario

Como se ha mencionado, uno de los pilares de la Administración Reagan era el logro del equilibrio presupuestario, justificado con el argumento de que el saneamiento de las cuentas públicas favorecería la recuperación del crecimiento económico y fortalecería las bondades inherentes de los mercados. Ante un déficit fiscal heredado del 2,7% del PIB en 1980 la búsqueda de ese objetivo no se hizo esperar y sólo unos meses después de la toma de posesión anunció una política presupuestaria basada en la reducción de impuestos y la disminución del gasto público²⁵ (Palazuelos 2000; Krugman 1994, Campagna 1994; Stockman 1986). Sin embargo, los hechos posteriores mostraron una realidad muy distinta tanto en la aplicación de esa política como en sus consecuencias.

²⁵ La lógica de la disminución de los gravámenes impositivos era consistente con la idea de Arthur Laffer, quien sostenía la tesis de que la menor presión fiscal proporcionaría un aumento del ahorro y de la inversión, estimulando así el crecimiento de la renta de los hogares y de los beneficios de las empresas, lo que supondría un incremento de la recaudación fiscal (Palazuelos 2000).

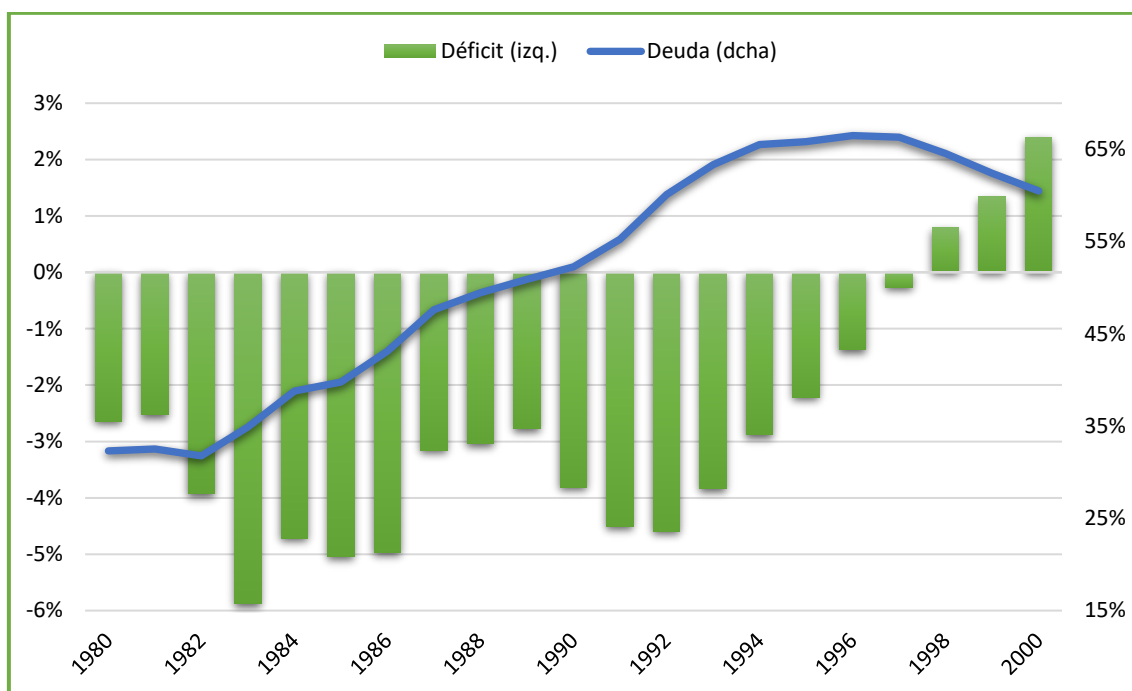
Por el lado de los ingresos, la reducción de impuestos se llevó a cabo en plena recesión económica y dio lugar a que entre 1980 y 1985 la recaudación del gobierno federal disminuyera del 19% al 17,5% del PIB, para quedarse en torno al 18% hasta finales de la década. No fue hasta mediados de los noventa cuando, bajo la Administración Clinton, la recaudación volvió a mejorar hasta restaurarla en los niveles relativos que había heredado Reagan, en torno al 20% del PIB. Así fue gracias al contexto de expansión económica y tras un cambio de ciertos gravámenes impositivos que anteriormente había modificado el gobierno de Reagan.

Por el lado de los gastos, en lugar de la reducción preconizada, los gastos federales aumentaron considerablemente a pesar de los recortes aplicados a las inversiones en infraestructuras, servicios sociales y otras partidas, pasando del 21% al 23% del PIB. Ello se debió al fuerte aumento de dos tipos de gasto: la escalada del gasto militar, hasta el 6% del PIB a mediados de los años 80, y el pago por intereses de la deuda que se elevó rápidamente conforme lo hacía la propia deuda. De nuevo, fue durante la Administración Clinton cuando la moderación del gasto militar y la reducción del pago de intereses con respecto al PIB condujeron al descenso del gasto federal hasta los niveles que existían al comenzar los años ochenta.

Como consecuencia, la política presupuestaria de la Administración Reagan hizo que el déficit federal aumentase con rapidez hasta 1985, superando los 220 mil millones de dólares, lo que suponía el 5-6% del PIB de aquellos años. Después, el déficit se frenó ante las dificultades que presentaba la financiación de una deuda creciente, pero volvió a aumentar con fuerza desde 1990 en plena recesión económica, acercándose a 300 mil millones de dólares en 1992, equivalentes al 4,43% del PIB. La corrección de las tendencias de los ingresos y gastos por parte de la Administración Clinton logró que a finales de los noventa el presupuesto federal arrojase superávit del 1-2% del PIB (gráfico 2.2).

Aquel déficit en ascenso tuvo que financiarse con ingentes emisiones de deuda pública, dando lugar a un aumento desde el 32% al 43% del PIB entre 1980 y 1986, y no paró de crecer hasta 1996 cuando llegó al 66%, de modo que su valor nominal se multiplicó por 5 duplicándose en % del PIB desde 1980 a 1996 (gráfico 2.2). A su vez, esa gran necesidad de financiación reforzó la dureza de la política monetaria, ya que la colocación en el mercado de aquel volumen de títulos de deuda obligó a ofrecer un buen rendimiento a sus compradores, lo que supuso mantener altos los tipos de interés reales, generando el aumento del gasto en pago de intereses (SIA 2002; Federal Reserve of St. Louis).

Gráfico 2.2. Evolucion del déficit y de la deuda pública (% PIB)



Fuente: SIA 2002

La fortísima ampliación del mercado de deuda pública tuvo importantes consecuencias sobre la actividad de la banca de inversión. De hecho, fue el primer mercado que ofreció rendimientos atractivos, incentivando los afanes rentistas de muchos ahorradores, y se mantuvo como uno de los mercados más rentables hasta mediados de la década, cuando tomaron el relevo protagonista las acciones y los bonos corporativos. El auge del mercado de deuda pública queda patente en estos datos: de 1980 a 1989 el valor de los bonos del Tesoro en circulación creció del 22% al 35% del PIB, continuando su ascenso en la década siguiente hasta alcanzar el 43% en 1993-1995 (SIFMA 2015). La mayor parte de los títulos emitidos eran obligaciones a tipos variables (60%), completados con letras de tesoro y obligaciones de renta fija (Palazuelos 2000: 269).

La magnitud de las emisiones atrajo a un gran número de inversores, incluyendo a capitales extranjeros gracias a la liberalización exterior de los movimientos de capital, llegando a representar el 37% de la deuda pública en circulación (Palazuelos 2000: 270). Por el lado de la demanda, el mercado se componía principalmente de inversores institucionales, entre los que comenzaron a destacar ciertos fondos de inversión como vehículos potenciados por grandes fortunas y empresas para aprovechar las ventajas fiscales que ofrecían; además de los grandes bancos comerciales que podían utilizar esos títulos como colateral líquido en distintas operaciones de financiación sobre todo a corto plazo (Vilariño 2011b).

Por el lado de los bancos de inversión, el incremento del negocio de títulos públicos supuso un fuerte aumento de la demanda de intermediación, tanto en el mercado de emisión primaria como en los mercados secundarios. De ese modo, los grandes bancos encontraron una provechosa fuente de beneficios basada en la comercialización de bonos públicos, si bien competían en inferioridad con los grandes bancos comerciales (autorizados por la ley para operar con títulos públicos), que eran los que concentraban la mayor parte de aquel negocio en expansión merced a la mayor capacidad que les proporcionaban sus niveles de capitalización. Aun así, los bancos de inversión encontraron oportunidades de reforzar sus áreas operativas tradicionales de suscripción (de deuda pública) y de *trading* (de esos títulos) a la vez que expandieron el *trading* propio tomando posiciones en la compra de los títulos.

c) Creciente déficit por cuenta corriente

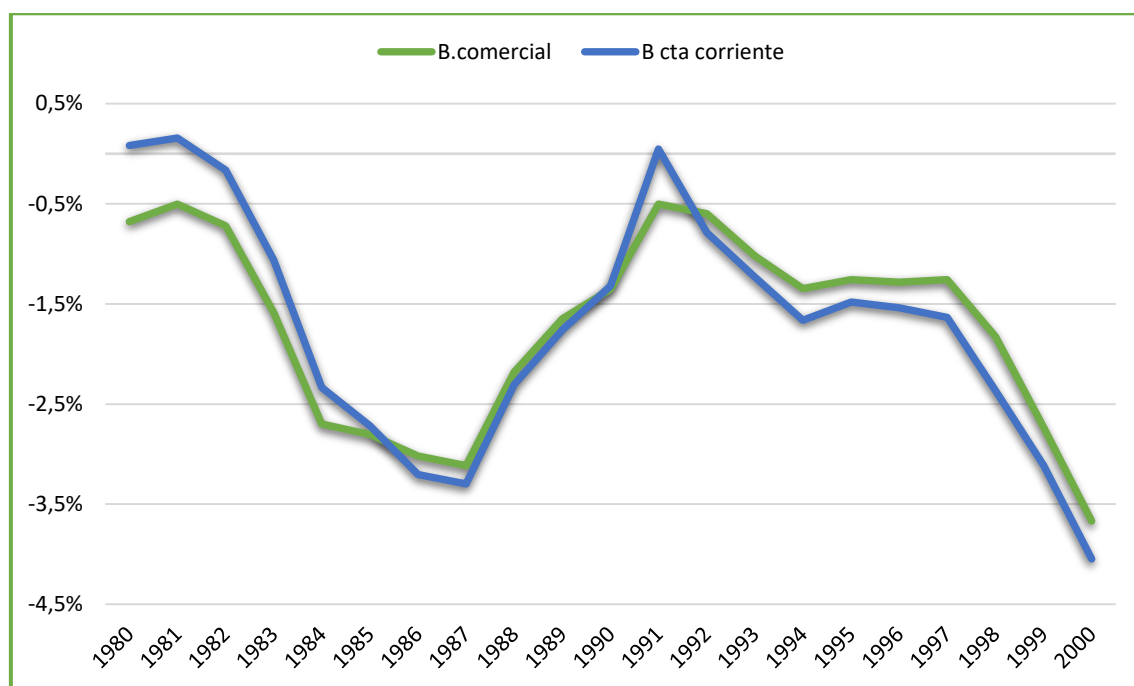
El comercio exterior de bienes mantuvo una posición cada vez más deficitaria a partir de 1982, superando el 3% del PIB en 1986-87. Después se redujo a finales de la década, pero los saldos negativos volvieron a crecer a partir de los primeros 90. Ese déficit comercial determinaba el resultado del saldo negativo de la cuenta corriente, que era ligeramente menor en unas décimas con respecto al PIB (gráfico 2.3), creando una continua necesidad de financiación a través de la entrada de ahorro externo.

Para favorecer esa captación de ahorro, al tiempo que aumentaba la salida de capital, la Administración Reagan liberalizó la cuenta de capitales, lo que derivó en grandes movimientos financieros en ambas direcciones. El saldo neto de entradas mantuvo su ritmo ascendente a lo largo de las dos décadas, con solo breves años de interrupción. Las mayores importaciones de capital se concentraban en las inversiones en cartera y en préstamos, dando lugar a un creciente endeudamiento de la economía con el exterior, lo que contribuía al fortalecimiento de la tasa de cambio del dólar. De esa manera se creó un efecto bucle, ya que la apreciación de la moneda frenó las exportaciones y alentó las importaciones, lo que ensanchó la brecha comercial y reprodujo la espiral déficit-deuda con el exterior. El valor total de los flujos transfronterizos de compras y ventas de activos financieros aumentó con celeridad desde apenas el 4% PIB en 1975 al 89% en 1990, superando el 150% en 1996 (Palazuelos 2000: 307).

De forma particular destacó la importación de inversiones en cartera que en el intervalo de 1983-91 acumuló un saldo neto de 260 miles de millones de dólares seguido de otro cercano a 915 miles de millones en 1992-98. En este segundo intervalo las entradas se orientaron principalmente a la compra de bonos de deuda pública y privada, y el 10% restante lo hizo en acciones de empresas

estadounidenses. La otra modalidad importante fue la de préstamos y otras inversiones, que arrojó saldos netos de entradas de 140 y 300 mil millones de dólares, respectivamente, en cada uno de los intervalos. Las cifras se refieren a saldos netos, teniendo en cuenta que los flujos de salidas experimentaron también un auge notable, con inversiones en cartera por un valor acumulado de 660 mil millones de dólares entre 1992 y 1998, distribuidos entre un 44% de títulos de deuda y el un 56% en instrumentos de capital (BEA *Balance of Payments* y *Department of Commerce*).

Gráfico 2.3. Evolución del déficit comercial y por cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BEA, *Balance of Payments*, *US International Transactions*

La gran magnitud cobrada por las entradas de capital financiero contribuyó a la expansión de los mercados internos de capitales en la medida en que amplió la escala de las emisiones de títulos contando con esa participación de inversores extranjeros, tanto en bonos como en acciones. Con ello aumentó también la demanda de servicios de asesoría e intermediación por parte de esos inversores extranjeros.

Al mismo tiempo, los bancos de inversión encontraron nuevas oportunidades de aumentar el perímetro de sus negocios mediante la creación de filiales en otros países. Esas filiales proporcionaban servicios tanto a empresas extranjeras que querían negociar títulos y a clientes extranjeros que deseaban invertir en Estados Unidos, como a inversores estadounidenses que querían invertir en mercados financieros extranjeros. Para todo ello aplicaron ingeniería financiera con el objetivo

de ofrecer nuevos productos y nuevas operativas. A diferencia de los bancos comerciales que seguían sujetos a ciertas restricciones que limitaban su internacionalización, los bancos de inversión carecían de restricciones, lo que favoreció su rápida expansión internacional, sobre todo en Gran Bretaña y otros países europeos.

d) Persistente inestabilidad de las tasas de cambio

Las tasas de cambio de las principales monedas entraron en un proceso de permanente variabilidad tras la desaparición del sistema monetario de Bretton Woods en los primeros años setenta. En ese contexto, como se ha mencionado, al comenzar los ochenta, la combinación de altos tipos de interés y fuertes entradas de capital provocó una intensa apreciación del dólar hasta mediados de los ochenta. Entre 1980 y 1985 su tasa de cambio efectivo se elevó un 56% en términos reales y lo hizo a través de una senda de intensa inestabilidad. Tras esa subida y después del consenso alcanzado en el G-7 (las mayores potencias mundiales), conocido como el acuerdo del Hotel Plaza, hubo un periodo entre 1986 y 1994 de paulatina depreciación del dólar, pero igualmente a través de notables oscilaciones. Después, a partir de 1995 volvería a apreciarse hasta 2001, elevándose un 37% en términos reales, en un contexto de fuertes entradas de capital exterior (Palazuelos 2000, 2010).

Por tanto, el comportamiento de la tasa de cambio se sumó a la inestabilidad que generaban las variaciones de precios, los tipos de interés y los movimientos de capital, conformando un núcleo de factores que acrecentaban las incertidumbres monetarias internas y externas. Esa inestabilidad se convirtió en un atractivo para los inversores que actuaban en el mercado de divisas, llegando a movilizar cifras de compra-venta hasta entonces inauditas, en su mayor parte realizadas con una finalidad claramente especulativa. A su vez, esa actividad acentuaba la inestabilidad de las tasas de cambio de las monedas, de forma particular la del dólar ya que era la referencia monetaria que figuraba como contraparte de la mayoría de las operaciones de compra-venta de divisas.

En esas condiciones, la expansión del mercado de divisas fomentó la proliferación de derivados sobre divisas (futuros, opciones y swaps), tanto como instrumento de cobertura para agentes que realizaban operaciones comerciales e inversiones con distintas monedas, como instrumento para apuestas de carácter especulativo. Precisamente, el fin del sistema de Breton Woods, basado en tasas de cambio fijas, estuvo en el origen del auge de los derivados sobre divisas. Una vez que las tasas de cambio empezaron a flotar libremente surgió esa posibilidad de actuar por motivos especulativos acerca de sus inciertas variaciones y/o la necesidad de obtener cobertura ante potenciales movimientos adversos (riesgo cambiario) o de los

precios de los productos negociados (riesgo de mercado) (Rotberg 1989; Vilariño 2008b).

De nuevo, las entidades dedicadas a la banca de inversión que intermediaban en los mercados de divisas y de derivados pudieron ampliar sus áreas operativas, principalmente el *trading* en nombre de clientes y por cuenta propia, así como para desarrollar ingeniería financiera mediante la creación de derivados que ofrecían a sus clientes y también utilizaban los propios bancos de inversión. Como el dólar era la moneda de referencia internacional, estos bancos contaron con un gran número de clientes nacionales y extranjeros, interesados en el mercado cambiario: unos para aprovechar las oportunidades de arbitraje y especulación, otros para comprar dólares con los que adquirir deuda pública (federal y local) o títulos de empresas emitidos en dólares, y otros para cubrirse en operaciones de comercio exterior y de inversiones directas.

e) Incorporación de innovaciones tecnológicas

Los avances producidos en informática, microelectrónica y telecomunicaciones supusieron una verdadera revolución para los mercados financieros, ya que pudieron romper las barreras existentes con respecto al tiempo y al espacio. Las nuevas tecnologías permitían almacenar, procesar y transmitir de forma instantánea la información, a la vez que ampliaban el volumen de operaciones y multiplicaban el número de participantes. Todo ello favoreció las áreas operativas de los bancos de inversión que se habían ido capitalizando y habían incorporado esas nuevas tecnologías (Bloch 1989; Shiller 2003; Morrisson y Wilhelm 2007).

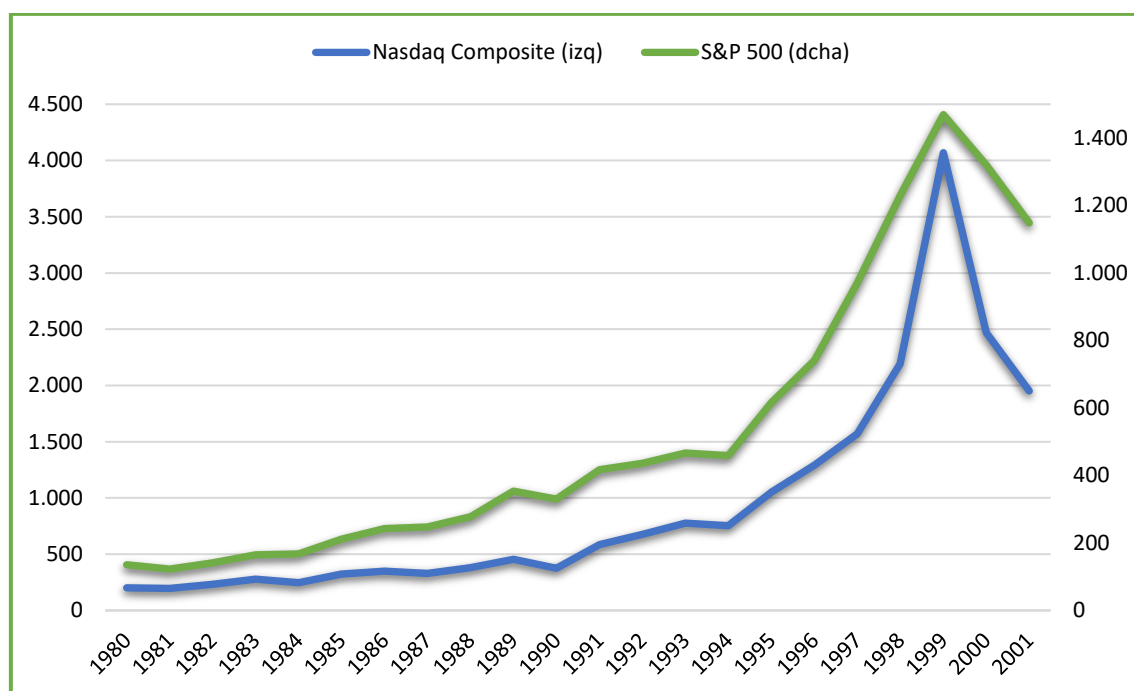
La SEC introdujo esas nuevas tecnologías para coordinar el funcionamiento de varias bolsas regionales en el Intermarket Trading System (ITS) y su conexión con el sistema de ejecución asistida por ordenador de la NASD, el Computer Assisted Execution System (CAES) en 1981 (Komai y Richardson 2011: 22). La aparición de bolsas electrónicas contribuyó a elevar sustancialmente el volumen de títulos negociados, pasando a ofrecer información sobre precios y cantidades de acciones en tiempo real y a escala mundial; el Nasdaq National Market System surgió en 1982 y el funcionamiento electrónico de la propia NYSE comenzó a finales de los años ochenta. Igualmente, las nuevas tecnologías conectaron los mercados bursátiles a escala mundial, favoreciendo el aumento exponencial de inversores, sobre todo de los institucionales, a la vez que se disparaba el volumen de las operaciones efectuadas (Vilariño 2008b).

Simultáneamente, el auge de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación (TIC) desató un clima de euforia a partir de la mitad de los años noventa, similar al que en otros tiempos se produjo con la aparición de grandes

innovaciones. En ese clima eufórico se generó la percepción ilusoria de que la oleada de novedades se prolongaría en el tiempo durante décadas (con un continuo desplazamiento de la frontera tecnológica) y cobraron un extraordinario auge las Ofertas Públicas de Iniciales (IPO) de las empresas dedicadas al suministro de bienes y servicios basados en esas TIC. Sus acciones cotizadas en bolsa empezaron a registrar un proceso de permanente alza que parecía no tener límites.

A la altura de 1997-98 la escala alcista de todos los índices bursátiles (Dow Jones Industrial, Standard & Poors, y, mucho más, Nasdaq) era tan intensa que dio paso a la formación de una burbuja especulativa en torno a las acciones de las empresas-TIC y, por contagio, de muchas otras. En la mayoría de los casos, los valores que iban alcanzando las acciones en Bolsa no tenían ninguna justificación objetiva basada en los beneficios que registraban de las empresas, ni en los indicadores reales de la economía, ni siquiera contando con que las expectativas de crecimiento se pudieran mantener a medio plazo (Palazuelos 2010; Partnoy 2003; Bloch 1989; Shiller 2003). El gráfico 4 muestra la aceleración de las cotizaciones desde 1994 a través del índice Standard & Poor's referido a las 500 mayores empresas cotizadas en las principales bolsas de valores de EEUU y el índice compuesto NASDAQ.

Gráfico 2. 4. Evolución de los índices de la Bolsa (al final de cada año)



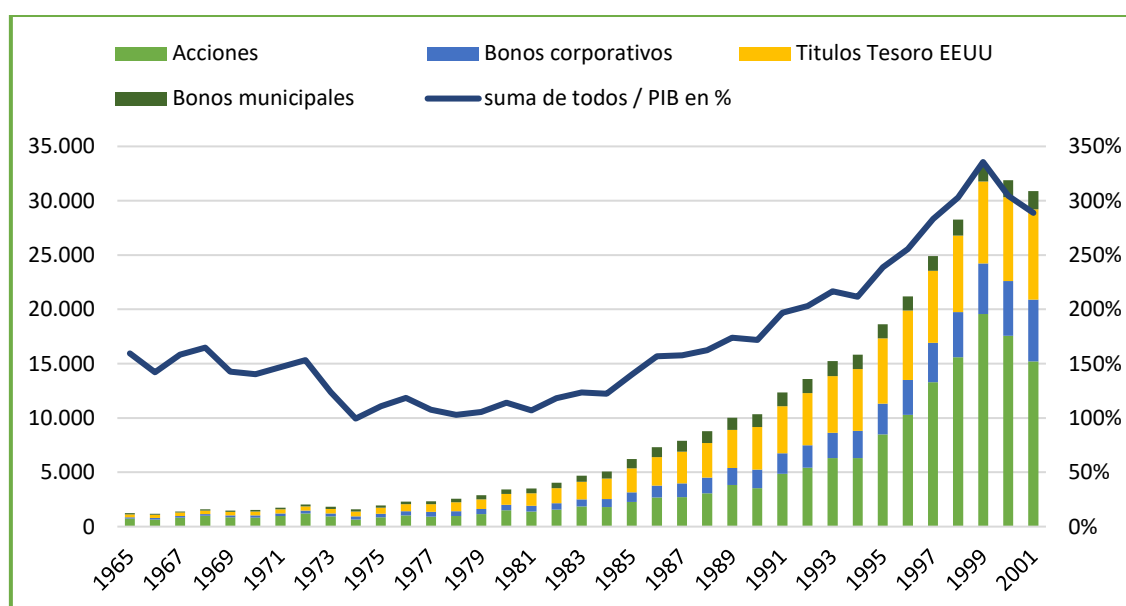
Fuente: SIA 2002

Por consiguiente, las ventajas aportadas por las nuevas tecnologías al desarrollo de la banca de inversión se resumen en cinco aspectos. En primer lugar, permitieron realizar nuevas operaciones y facilitaron la introducción de nuevos instrumentos

financieros. En segundo lugar, ampliaron, abarataron y aceleraron la operativa tradicional de las entidades, mediante el acceso instantáneo a la información, la mejor coordinación de las operaciones y de los sistemas de pagos, y la alta velocidad con que se efectuaban las transacciones. En tercer lugar, desde mediados de los ochenta originaron un primer auge de nuevas emisiones por parte de las empresas dedicadas a las TIC, que fue el antecedente del superlativo boom que se produjo, a raíz de la aparición del internet, en la segunda mitad de los 90. En cuarto lugar, impulsaron la mayor participación de inversores institucionales (fondos de pensiones, mutuales y otros) y la realización del *trading* por bloques de activos financieros, lo cual aumentó exponencialmente el tamaño de los principales mercados de capital (gráfico 2.5). Finalmente, en quinto lugar, propiciaron la reestructuración de los mercados a escala mundial y su interconexión, de forma que a finales de los ochenta se hablaba ya de la existencia de “supermercados financieros” (Sporkin 1989; Shiller 2003; Mathews 2004; Morrisson y Wilhelm 2007).

En el centro de todo ello se situaban los grandes bancos de inversión cuyo aprovechamiento de esas nuevas tecnologías les permitió multiplicar la escala de sus operaciones y a la vez diversificar sus áreas de negocio. Merced a su creciente capacidad financiera disponían de grandes recursos (propios y ajenos) para desarrollar sus funciones de intermediación e inversión propia, a la vez que para contratar a los especialistas académicos que desarrollaron la ingeniería financiera con nuevos productos y operativas que generaban demandas adicionales de sus servicios.

Gráfico 2.5. Evolución de los bonos y acciones en circulación (miles de millones de dólares y % PIB)



Fuente: SIA 2002

3.3. Resultado 2: Transformación de la dinámica económica.

El análisis muestra que se necesita introducir matices en las premisas que plantea la segunda parte de la hipótesis, ya que tanto el ritmo de crecimiento como las condiciones monetarias variaron significativamente a lo largo del tiempo.

1. Resulta evidente que el crecimiento de la Edad de Oro fue intenso, sostenido en el tiempo y bastante estable en términos monetarios. Sin embargo, a continuación:
 - En los años setenta, tras la crisis del modelo de la Edad de Oro, el ritmo de crecimiento se redujo y se produjo una continua inestabilidad monetaria interna (precios) y externa (tasa de cambio).
 - Durante los años ochenta, el ritmo de crecimiento se hizo más oscilante y los desequilibrios monetarios se acentuaron debido principalmente a los fuertes déficit que registraron el presupuesto federal y la balanza por cuenta corriente.
 - Desde 1992 el ritmo de crecimiento volvió a intensificarse y se moderó la inestabilidad de precios, pero no así la de la tasa de cambio²⁶.
2. Los principales cambios de la dinámica económica convergieron en los años ochenta por la interacción de los cinco factores analizados en un contexto de la creciente internacionalización de la economía: tipos de interés-precios, déficit fiscal-deuda pública, déficit exterior-financiación externa, tasa de cambio e innovaciones tecnológicas.
3. Esos cambios tuvieron profundas consecuencias en el desarrollo de la banca de inversión, tanto en el funcionamiento de los mercados de capital como en la actuación de los bancos de inversión.
4. Esos cambios alteraron las estrategias y los métodos de financiación de las empresas, a través de los mercados de capital. Igualmente alteraron las estrategias y los métodos de inversión financiera de quienes concentraban la mayor parte del ahorro y buscaban rentabilizarlo a través de los mercados de capital.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado *que la dinámica económica de los años ochenta era sustancialmente distinta de la vigente en la Edad de Oro y supuso una mutación de las condiciones de financiación de las empresas y de las decisiones de inversión financiera de quienes detentaban y gestionaban la mayor parte del ahorro a través de los mercados de capital*".

²⁶ A lo largo de los dos mandatos de Clinton (1993-2000) el crecimiento del PIB registró una tasa media del 3,3% anual y la inflación se situó en el 2,4%. Fuente: Bureau of Economic Analysis.

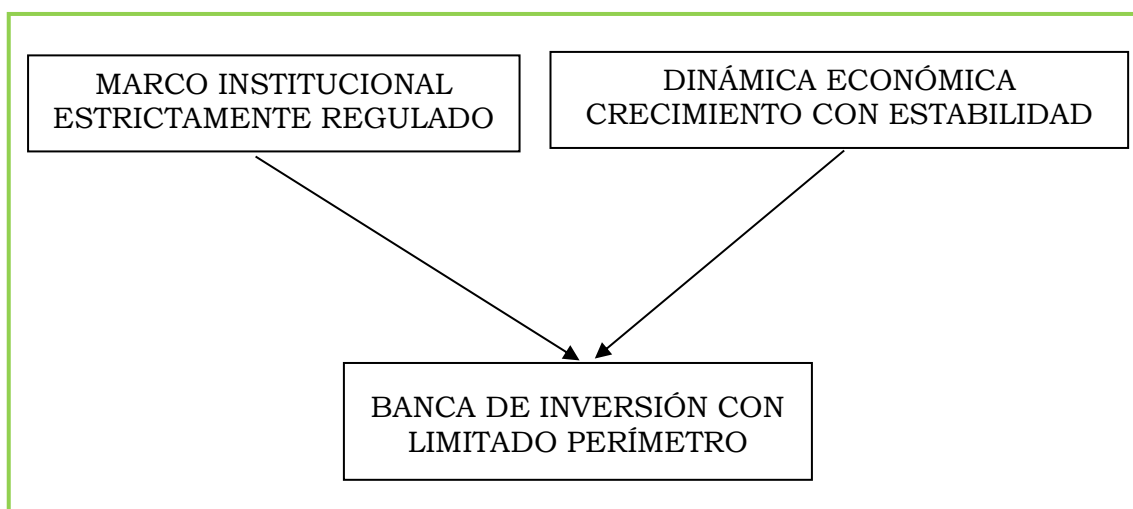
Sin embargo, la especificación de los factores que pueden explicar la existencia de esa nueva dinámica económica necesita considerar la combinación de factores evolutivos que ya estaban presentes en los años setenta, con factores novedosos surgidos en los años ochenta derivados de: las decisiones adoptadas por la Reserva Federal (política monetaria restrictiva) y por Administración Reagan (política presupuestaria, liberalización de movimientos de capital), el desarrollo tecnológico aplicado a los mercados de capital, y el contexto de mayor internacionalización de las economías.

Además, el hecho de que en los años noventa se registrase un mayor crecimiento a la vez que desaparecían las tensiones de precios y el déficit fiscal requiere *completar la explicación anterior con la existencia de un posible fenómeno de histéresis*. Una vez generados en la década anterior, los cambios en los mercados de capital y en los bancos de inversión generaron mecanismos que después continuaron reproduciéndose en ausencia de algunos de los factores que inicialmente los habían promovido.

Finalmente, la conjunción de los dos resultados obtenidos en este capítulo completa la respuesta a la primera hipótesis formulada. *Se confirma así que en los años ochenta se produjo la mutación o modificación sustancial del marco institucional y de la dinámica económica*. Decisiones del Estado convertido en factor transformador del anterior marco vigente explican cómo se transformaron los componentes institucionales, bajo el paulatino predominio de los de carácter informal. La conjunción de factores evolutivos, transformadores y de histéresis explican cómo se transformaron las condiciones de financiación de las empresas y las decisiones de inversión financiera.

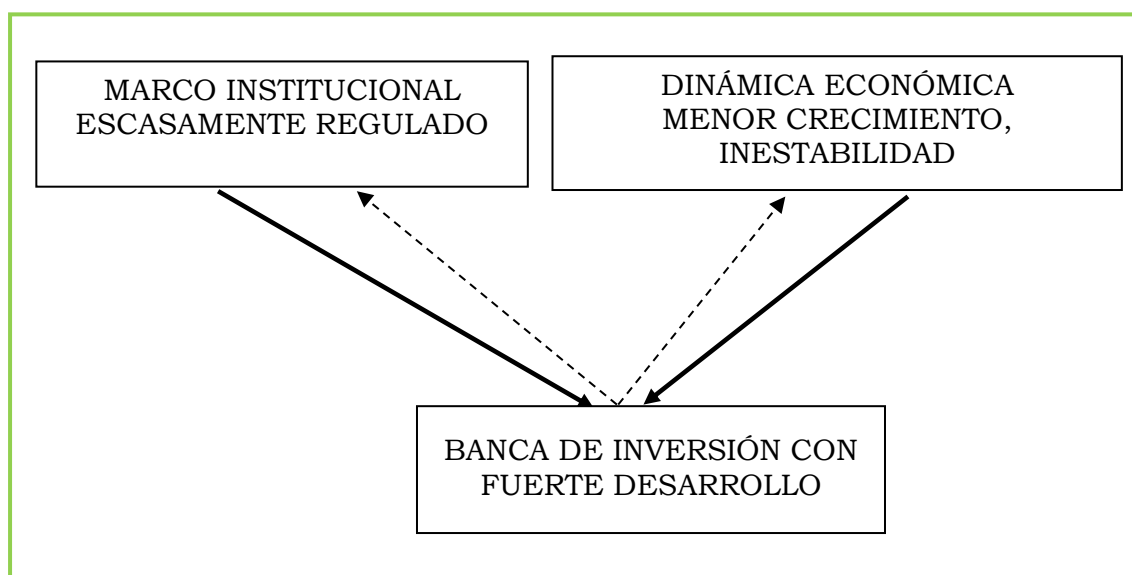
Los diagramas 2.1 y 2.2 representan ese proceso de transformación. Tomando como referencia el período de la Edad de Oro, durante décadas, un marco institucional estrictamente regulado y una dinámica económica con crecimiento rápido y estable estuvieron determinando que la actividad de banca de inversión fuese limitada. Posteriormente, la transformación del marco y de la dinámica dio lugar al desarrollo de la banca de inversión. Las líneas discontinuas indican que merced a ese desarrollo la banca de inversión (sus mercados y sus agentes) pasaron también a ejercer una cierta influencia sobre las otras dos esferas.

Diagrama 2.1. Determinantes de la banca de inversión durante la Edad de Oro



Fuente: elaboración propia

Diagrama 2.2. Determinantes del desarrollo de la banca de inversión desde los años 80



Fuente: elaboración propia

Capítulo 3. COMPONENTES DEL DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MERCADOS DE CAPITAL Y BANCOS DE INVERSIÓN

Este capítulo afronta la respuesta a la segunda hipótesis, para lo cual analiza las características de los mercados de capital y de los bancos de inversión como principales entidades que realizaban la actividad de banca de inversión. La hipótesis presupone que desde los años ochenta tanto los mercados como los bancos experimentaron mutaciones que transformaron sus dimensiones y su funcionamiento.

De ese modo, si el fuerte desarrollo de la banca de inversión modificó de forma sustancial los mercados de capital desde los años ochenta, el análisis debe explicar que: 1) hubo cambios importantes en los instrumentos y las operativas de esos mercados, 2) esos cambios estuvieron asociados a la transformación del marco institucional y de la dinámica económica, y 3) transformaron las funciones ejercidas por la banca de inversión.

Del mismo modo, con respecto a los bancos de inversión, el análisis debe explicar que: 1) se produjo una fuerte expansión de sus capacidades empresariales, 2) cambió su posición relativa en los mercados de capital y 3) sus balances financieros se fragilizaron como consecuencia de los riesgos adquiridos en esos mercados.

1. MERCADOS DE CAPITAL

1.1. Instrumentos financieros

La información disponible revela dos hechos importantes sobre los instrumentos financieros con los que se llevaba a cabo la actividad de banca de inversión: a) el fuerte crecimiento de sus cifras de negocio, de manera que el valor de los títulos intercambiados en los mercados de capital desde comienzos de los ochenta no admitía comparación con el registrado hasta entonces; y b) la amplia variedad de esos instrumentos, de modo que además de los títulos utilizados tradicionalmente surgieron otros productos novedosos, más complejos y versátiles, entre los que destacaron principalmente los tres que se analizan más abajo: bonos basura (*junk bonds*), titulizaciones y productos derivados.

De un lado, se produjo un fuerte incremento de la negociación de las acciones, los títulos de deuda pública (federal y del resto de las administraciones), los bonos corporativos y otros instrumentos de renta fija. A la vez, surgieron múltiples

variantes de esos instrumentos tradicionales, sobre todo con la aparición de títulos de renta variable, tanto en la emisión de acciones, como en títulos de deuda, con características heterogéneas en cuanto al modo de combinar la rentabilidad que ofrecían, los tipos de interés y los plazos, así como la posibilidad de combinar unos títulos por otros. Ejemplos de novedades en ese sentido fueron los bonos corporativos de tipos variables, las acciones convertibles y las acciones preferenciales. La complejidad de esos instrumentos se acentuó a finales de los ochenta, como se expone más adelante, a través de la ingeniería financiera que generalmente lideraron ciertos bancos de inversión (Partnoy, 2003).

Se produjo así una interacción entre la oferta de títulos y la creciente demanda de inversión financiera a cargo de los hogares y de las empresas, por lo que la cuantía de los activos financieros en circulación experimentó un auge sin precedentes. La posesión de esos activos en manos de los hogares se multiplicó por 2,6 en los años ochenta y lo volvió a hacer por 2,3 en la siguiente década, de modo que su valor se quintuplicó en el intervalo de las dos décadas (Tabla 3.1). Otro tanto sucedió con los activos financieros detentados por empresas no financieras, cuyo valor se multiplicó por siete en el transcurso de los dos decenios. Además, se elevaron con rapidez los activos en manos de inversores institucionales como los fondos mutuales de inversión y los fondos de pensiones, de tal modo que, dejando aparte al propio sector financiero, entre 1980 y 2000 los activos privados pasaron de 9,1 a 58,9 billones de dólares. A su vez, el conjunto del sector financiero incrementó los suyos todavía con más fuerza, por lo que el valor de la totalidad de los activos financieros pasó de 13,9 a 90,2 billones, es decir, se multiplicó por 6,5 lo que ilustra con claridad la extraordinaria magnitud que alcanzaron dichos activos, compuestos en su mayoría por bonos y acciones de empresas y deuda pública federal y municipal.

Tabla 3.1. Tenencia de activos financieros según grupos (promedios por década, miles de millones de dólares)

	Hogares	Compañías no financieras	Sistema Finan- ciero	Fondos pensión	Fondos mutuales	Total
1950	736	130	354			1.299
1960	1.348	215	688			2.376
1970	2.527	426	1.534	230	61	4.759
1980	6.561	1.613	4.681	796	140	13.889
1990	14.570	3.981	13.862	2.772	1.248	35.829
2000	33.402	11.220	36.526	7.670	6.575	90.208

Fuente: Palazuelos 2011 y SIA 2002

De otro lado, entre esos activos en circulación emergieron con fuerza los tres instrumentos novedosos que rápidamente se consolidaron en los mercados. Los *junk bonds* y las titulizaciones lo hicieron durante la década de los ochenta y los productos derivados en la siguiente década al mismo tiempo que se intensificaba la importancia de las titulizaciones, como se explica a continuación.

a) Bonos basura (Junk bonds)

Los bonos basura se convirtieron en muy poco tiempo en una fuente importante de financiación de empresas que emitían deuda corporativa fuera del grado de inversión, es decir títulos con mayor riesgo de impago que la mayoría de los bonos corporativos. Esos bonos eran emitidos tanto por nuevas empresas pequeñas o medianas cuyos estados financieros no estaban suficientemente consolidados para emitir deuda de mejor calidad, o bien empresas cuya calidad deudora había bajado en los *ratings* debido a problemas financieros (las llamadas ‘ángeles caídos’), por lo que la emisión de bonos basura era la única manera de conseguir financiación. Los JB fueron el producto financiero “estrella” durante los años ochenta ya que ejercieron una gran atracción para muchos inversores a los que proporcionaba un nuevo modo de combinar la rentabilidad y el riesgo.

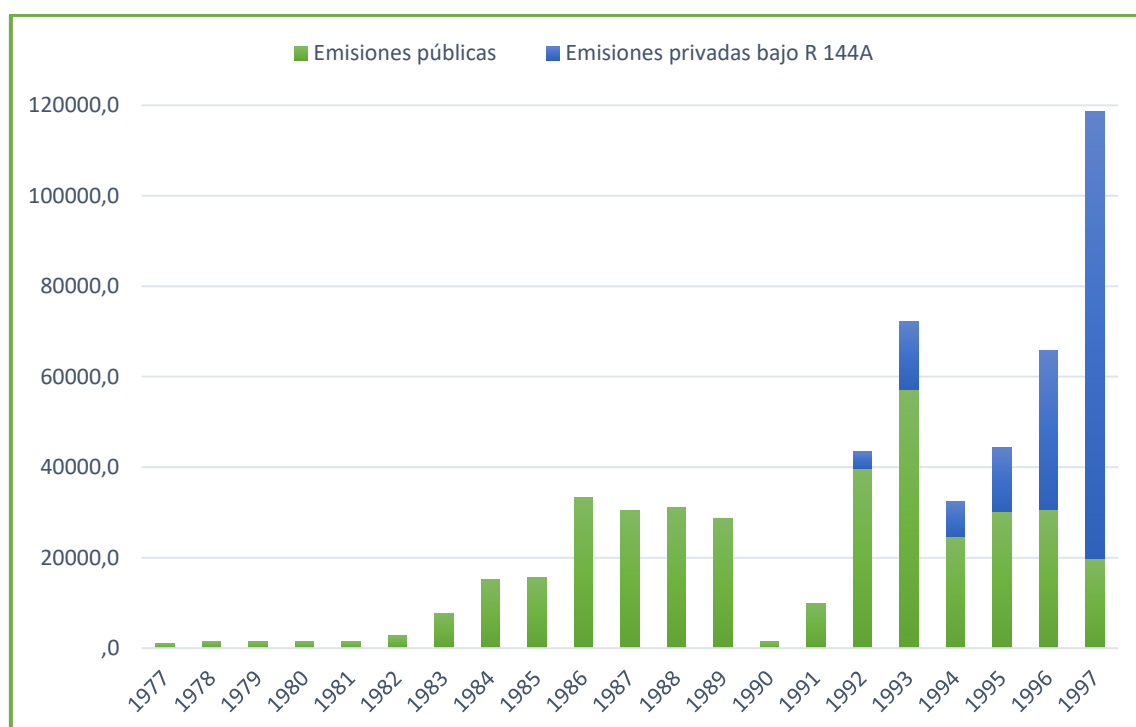
Un elemento importante a destacar es que de forma creciente un tipo de inversores atraídos por el mercado de JB como las Savings & Loan (S&L), los fondos de bonos, las compañías de seguros y los fondos mutuales, esto es, entidades cuyas carteras habían estado sometidas a obligaciones contractuales que les imponían restricciones cualitativas al tipo de inversiones que podían realizar.

Una vez creada la posibilidad de disponer de un amplio mercado inversor, aquel nuevo instrumento experimentó un auge extraordinario, que queda patente en los dos datos siguientes. Primero, el valor de las emisiones de JB creció con fuerza año a año desde 1981, pasando de 1,5 a 2,6 miles de millones de dólares en 1982, triplicándose al año siguiente (7,7 miles de millones) y continuando su crecimiento acelerado hasta alcanzar 33,2 mil millones en 1986; es decir 22 veces el valor inicial. Segundo, las emisiones de JB crecieron hasta representar el 18% del total de la deuda corporativa emitida en 1986, mientras que a principios de la década no superaban el 5% de una cifra total de bonos emitidos que era muy inferior (Stearn y Allan 1996: 707; Altman y Nammacher 1986: 1-7). De ese modo, los JB se convirtieron en un competidor de los préstamos corporativos concedidos por los bancos comerciales a las empresas, que hasta entonces habían sido su principal fuente de financiación.

Sin embargo, 1986 marcó un primer cénit de las emisiones de JB, ya que después se frenó su ascenso y comenzó un declive hasta desplomarse en 1990 como

consecuencia de dos factores principales. En primer término, su mercado sufrió las consecuencias del *crash* bursátil de 1987, que temporalmente restó liquidez al conjunto de los mercados financieros. En segundo lugar, su calidad crediticia se deterioró más conforme una parte creciente de las emisiones (75% en 1986-88) se destinaron a financiar operaciones LBO y OPA (Mathews 1994), que se explican en el siguiente sub-apartado. Cuando a partir de 1991 las emisiones retomaron su ascenso lo hicieron con un cambio importante: una parte creciente de las colocaciones se destinaron a inversores profesionales privados, utilizando las ventajas que les otorgó la R144-A, sin necesidad de registrar en la SEC las emisiones y pudiendo colocar esos títulos en mercados secundarios sin tener que mantenerlos durante años en sus balances. Las nuevas emisiones alcanzaron sucesivos máximos de 72,2 mil millones en 1993 y 118,7 mil millones en 1997 (gráfico 3.1).

Gráfico 3.1. Valor de las emisiones de bonos basura (millones de dólares)



Fuente: Altman (1998: 17).

Un mercado tan expansivo fortaleció la posición de los bancos de inversión que participaron como asesores y suscriptores de las emisiones y como intermediarios en la colocación de esos JB en el mercado primario y la negociación en el mercado secundario. Precisamente, uno de los atractivos de las empresas emisoras de esos bonos basura frente a otras fuentes de financiación consistía en la capacidad que tenían los grandes bancos de inversión de aportar esa financiación con la mayor brevedad, lo cual exigía que los bancos contasen con una red de inversores suficientemente amplia a los que después colocar las emisiones. Por su parte, los

clientes de esos bancos y otros inversores tenían como mayor aliciente la expectativa de alto rendimiento que ofrecían los JB frente a los bonos en grado de inversión (Bloch 1989; Nammacher 1986), y debido en parte a las (hasta entonces) reducidas tasas de default de los emisores²⁷(Bloch 1989; Stearn y Allan 1996).

b) Titulizaciones

La titulización consiste en agrupar instrumentos con características similares (préstamos u otros elementos del activo, que por lo general no se pueden negociar) que proporcionan un futuro flujo de caja convirtiéndolos en títulos que se puedan negociar en los mercados. Esa conversión se realiza mediante la emisión de títulos que están respaldados por esos futuros flujos de caja, de manera que unos instrumentos (crediticios) ilíquidos se convierten en otros (bonos titulizados) que se negocian en los mercados de deuda.

Las titulizaciones basadas en activos se clasifican en dos grupos: Asset Backed Securities (ABS) y Mortgage Backed Securities (MBS). Los bonos ABS estaban respaldados por activos distintos a los préstamos hipotecarios, como créditos para la compra de automóviles y de bienes de consumo, préstamos estudiantiles y otros. Los bonos MBS estaban respaldados por préstamos hipotecarios. En ambos casos, el grado de solvencia de los prestatarios se establece mediante un cálculo estadístico de sus probabilidades de impago, de modo que los bonos titulizados se dividen por categorías, de menor a mayor riesgo, como prime, ALT-A, jumbo y *subprime*.

Como muestra la tabla 3.2 las nuevas emisiones de bonos titulizados fueron mayoritariamente de MBS a cargo de las denominadas agencias esponsorizadas (Government Sponsored Enterprises, GSE), que contaban con la garantía del gobierno). Mientras que por parte de las entidades que no eran GSE, tratándose en su mayoría de entidades privadas, sus emisiones de bonos MBS fueron minoritarias a lo largo de los años ochenta y noventa, componiéndose tanto de CMBS (Commercial Mortgage-Backed Security) como de RMBS (Residencial Mortgage-Backed Security).

En cifras absolutas, el valor nominal de esas nuevas emisiones de MBS-GSE superó los 100 mil millones de dólares a partir de 1985 y se multiplicó por casi 2,5 al año siguiente, con 268 miles de millones. Como en el caso de los bonos basura, el ascenso quedó frenado por el *crash* bursátil de 1987, pero desde 1989 las MBS de las

²⁷ No obstante, como se muestra en el tercer apartado hubo entidades como Drexel-Burnham-Lambert que utilizaron ingeniería financiera para ocultar los riesgos que presentaban las emisiones de ciertas empresas. El responsable de la firma en el mercado de bonos, Michael Milken, presentó múltiples informes acerca de la relación calidad-riesgo de esos bonos, incidiendo siempre en la idea de que había pocos incumplimientos (Partnoy 2003: 81-2). Sin embargo, después se demostró que eran informes fraudulentos para evitar la quiebra de ciertos emisores en situación de *default*, por lo que aquella reducida tasa de impagos resultaba engañosa.

agencias empezaron una espectacular escalada alcista que alcanzó su máximo en 1993, con 956 miles de millones de dólares. Tras sufrir un retroceso en los dos años siguientes, debido a la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, volvieron a recuperar su dinámica alcista hasta finales de los años 90 con valores cercanos a aquel máximo. Una parte significativa de esas nuevas emisiones MBS-GSE se componía de CMO (*Collateralized Mortgage Obligations*) que, desde cifras mínimas, que ni siquiera suponían el 2% de las emisiones MBS hasta 1986, pasaron a cifras cercanas los 400 mil millones de dólares en 1993, que suponían el 40% de esas emisiones MBS.

El aumento de las emisiones dio lugar a un rápido incremento del valor total de las MBS en circulación con respecto al PIB, contabilizando las realizadas por las GSE y las demás entidades, de modo que, si hasta 1985 ese valor relativo equivalía a menos del 10% del PIB, desde 1990 se situó por encima del 15% y siguió elevándose hasta significar en 25% del PIB al final de la década.

Por su parte, las emisiones de ABS, es decir, bonos basados en activos que no eran préstamos hipotecarios también experimentaron un notable ascenso durante los años noventa, pasando de cifras inferiores a 50 mil millones de dólares hasta 1990 a otras que superaban los 200 mil millones desde 1997; si bien se trataba de volúmenes inferiores a los registrados por las emisiones de MBS. Contabilizando, el total de ABS en circulación, su valor con respecto al PIB se elevó desde el 1% que representaba en 1990 hasta el 10% a finales de la década.

El principal atractivo de esos productos titulizados consistía en que ofrecían a los acreedores de los préstamos la posibilidad de transferirlos a otros agentes a través de la negociación en el mercado, de forma que podían sacarlos de sus balances (dejando de figurar como activos) y liberaban recursos que quedaban disponibles para otorgar nuevos créditos. A cambio de percibir una prima periódica, el acreedor cedente renunciaba a sus derechos sobre el cobro de los intereses y del principal sobre el préstamo que había concedido, de manera que esos ingresos serían percibidos periódicamente por los poseedores de los bonos. De ese modo, parecía que la titulización eliminaba el riesgo de *default* para el acreedor original que pasaba a recaer en el bonista, si bien ese riesgo era ciertamente reducido mientras se mantuviesen los criterios de calidad en la concesión de los créditos. Precisamente, el nuevo peligro potencial procedía de que la titulización fuese un incentivo a favor de la paulatina reducción de los estándares de exigencia en la concesión de préstamos y, por ello, una amenaza para la calidad crediticia de los bonos titulizados que se negociaban en el mercado (Rotberg 1989; Vilariño 2011a).

Tabla 3.2. Titulizaciones (miles de millones de dólares y % PIB)

	Nuevas emisiones		En circulación		
	Títulos hipotecarios (MBS de GSE)		Títulos respaldados por activos (ABS)	ABS/ PIB (%)	MBS/ PIB (%) *
	<i>Total</i>	<i>De los cuales CMO</i>	<i>Total</i>		
1980	23,1				4
1981	18,5				4
1982	53,6				5
1983	85,2	1,7			6
1984	61,3	1,8			7
1985	110,6	2,6	1,2	0,03	8
1986	268,0	4,6	10,0	0,2	11
1987	249,9	9,7	8,9	0,4	13
1988	188,0	29,7	14,3	1	14
1989	294,7	80,7	22,1	1	14
1990	358,3	107,3	43,2	1	16
1991	451,4	184,7	51,9	2	18
1992	750,8	296,0	55,2	2	19
1993	956,1	388,8	62,2	2	19
1994	514,0	157,1	81,5	3	20
1995	288,4	26,5	112,8	3	20
1996	444,1	76,1	166,8	5	21
1997	544,5	180,1	202,1	6	22
1998	954,9	232,9	247,1	7	23
1999	887,1	207,9	236,1	10	25
2000	583,3	108,9	281,1	11	25

* MBS en circulación incluyen también las titulizaciones realizadas por las entidades no GSE, mientras que las nuevas emisiones se refieren exclusivamente a emisiones de las GSE.

Fuente: SIFMA, Structured finance, y BEA, Personal Income and Savings, section 1.

En el caso de los MBS se suponía que ese peligro quedaba minimizado por sus altos *ratings*, la rentabilidad y la facilidad con que se negociaban en un mercado que contaban con gran liquidez. En efecto, los MBS eran más rentables que los bonos del gobierno y los bonos corporativos con calificación similar y sus *ratings* eran altos debido sobre todo al respaldo gubernamental del que gozaban los emitidos por las GSE. Ambas ventajas facilitaban su negociación en los mercados secundarios. No obstante, presentaban el problema de que no se podía predecir la vida de un bono hipotecario, dando lugar a dificultades para su valoración²⁸. Pese a ello, a través de distintas operativas que se abordan más adelante, los participantes en el mercado encontraron estímulos para negociar MBS contando con esa incertidumbre.

El auge de los bonos titulizados comportó tres tipos de ventajas para los bancos de inversión. En primer lugar, los de mayor tamaño se posicionaron como los principales intermediarios en el mercado de MBS, promoviendo un enorme negocio a través de su participación en operaciones de suscripción y de *trading*. En segundo lugar, algunos de esos grandes bancos diseñaban la mayoría de las operaciones de titulización, lo que les colocaba en una posición privilegiada tanto a la hora de ofrecer asesoramiento y gestión a los bancos comerciales y a las agencias estatales (GSE) que deseaban titular sus préstamos, como ante sus clientes y el conjunto de inversores en ese mercado, ya que eran los principales suscriptores de esos bonos (Bloch 1989).

En tercer lugar, su conocimiento del mercado les otorgaba una indudable ventaja a la hora de decidir la toma de posiciones propias, como inversores en esos bonos, si consideraban que el atractivo de rentabilidad superaba al peligro de los posibles riesgos. A su vez, captaron como clientes importantes a las Savings & Loan que, merced a la eliminación de las normativas analizadas en el capítulo anterior, se convirtieron en uno de los principales inversores en esos bonos, además de ser acreedores originales de una parte importante de préstamos subyacentes. Sus posiciones en MBS fueron creciendo hasta suponer 150 mil millones de dólares en 1986 (Lewis 1989), el momento previo a que comenzaran a ponerse de manifiesto los graves problemas financieros de esas instituciones crediticias, que a la vez habían elevado sus inversiones en nuevos instrumentos como las MBS.

c) Productos derivados

Los derivados nacieron como contratos financieros cuyos precios dependían de la evolución futura que tuviesen los precios de otros instrumentos financieros (como las acciones y los bonos) utilizados como activos subyacentes. Con el paso del

²⁸ Por ejemplo, ante la posibilidad de que los prestatarios realizasen devoluciones anticipadas no se podía saber cuándo se producirían y, por tanto, era imposible incorporarlo al cálculo del rendimiento futuro.

tiempo, la variedad de subyacentes se fue ampliando con la inclusión de otros indicadores como los tipos de interés y las tasas de cambio, los ratings, los *spread*, los índices bursátiles, e incluso las temperaturas de distintas zonas de la tierra y muchos otros. De ese modo, se fueron creando tres tipos de derivados: swaps o permutas, forwards (mercados OTC) o futuros (mercados organizados) y opciones. Su negociación podía realizarse en dos mercados distintos, según estuvieran organizados o fuesen informales, llamados *over the counter* (OTC). Los primeros se refieren a instrumentos que se negocian en las bolsas, utilizando contratos estandarizados según plazos de vencimientos, subyacentes y valor nominal, y en los que los participantes tienen obligación de aportar garantías (o colateral) para minimizar el riesgo de incumplimiento o el riesgo de mercado. Los segundos funcionan con contratos hechos “a medida” de las necesidades particulares de los clientes y sin que existiesen garantías frente al incumplimiento, o bien esas garantías eran discrecionales, lo que aumentaba la exposición al *default* (Partnoy 2003; Geisst 1997; Komai y Richardson 2014; Markham 2002; Vilariño 2011a).

Desde sus inicios, los bancos de inversión y otros agentes financieros, lo mismo que las autoridades del gobierno y un gran número de académicos, ensalzaron la relevancia de los productos derivados destacando las nuevas oportunidades que generaban y los peligros que evitaban debido a su versatilidad y a la cobertura que proporcionaban frente a posibles riesgos. Sin embargo, desde sus orígenes una adecuada evaluación de los productos derivados necesitaba que se considerasen sus tres posibles usos, como instrumentos de cobertura, especulación y arbitraje.

La cobertura consistía en minimizar la exposición a distintos tipos de riesgos financieros, permitiendo tomar una posición correlacionada de forma negativa con la inicial de tal manera que si una posición resulta ganadora la otra perdedora y al revés. Esa fue la razón por la que empezaron a negociarse en los años ochenta los primeros contratos de derivados sobre títulos a tipos variables cuyos rendimientos se tornaron inciertos ante la volatilidad creciente de los precios y los tipos de interés²⁹. Ante ese riesgo surgieron los swaps de intereses, cuya negociación creció con rapidez a lo largo de la década como un instrumento que proporcionaba la posibilidad de que tanto los emisores como los inversores intentaran que los bonos y los préstamos a tipos variables fuesen similares a los de tipos fijos, pagando como contrapartida una cuota a los agentes que aportaran esa cobertura (o haciendo con ellos mismos esta cobertura y luego los bancos cerrando la posición con otra contraparte o mediante una cobertura sintética). Los fondos de pensiones, los fondos mutuales y las empresas no financieras fueron los mayores demandantes de

²⁹ Incluso antes, ya que las nuevas condiciones surgidas durante la crisis final del sistema monetario de Bretton Woods dieron lugar en 1971 a la creación de derivados en forma de opciones que comenzaron a negociarse en la Chicago Board Options Exchange. Después, cuando desapareció el sistema de tasas de cambio fijas se desarrollaron también los derivados en forma de contratos de futuros sobre divisas.

ese tipo de cobertura, mientras que los bancos de inversión y otros agentes financieros fueron los principales oferentes.

La especulación surgió como la oportunidad de participar en las operaciones con derivados como medio para obtener una ganancia financiera como compensación al riesgo en que se incurría. La ventaja de la especulación con derivados estribaba en que se podía generar un efecto similar al apalancamiento sin necesidad de aumentar los niveles de deuda con respecto al capital propio. De esa forma, sin efectuar grandes desembolsos iniciales, o incluso ninguno, se podían lograr altos rendimientos apostando en una dirección que finalmente fuera exitosa; si bien, podía darse la situación contraria, de forma que se registraran pérdidas, incluso muy superiores a la ganancia prevista (Partnoy 1997; Rotberg 1989; Vilariño 2011b).

El arbitraje empezó a realizarse bajo dos modalidades: vía precios y vía elusión de la normativa reguladora. La primera trataba de capturar beneficios a partir de las diferencias en los precios de activos similares, tomando posiciones libres de riesgo, frente al intento de acertar en la tendencia de los precios. Ese arbitraje sólo resulta posible cuando existen los mercados presentan las condiciones oportunas. La segunda modalidad trataba de eludir la aplicación de normas o de reducir sus costes en la medida en que los derivados podían resultar instrumentos similares a otros activos, pero no estaban sometidos a normativas, debido a su estatus “fuera de balance”³⁰ (Partnoy 1997; Vilariño 2011ab).

En consecuencia, los productos derivados fueron creando un nuevo negocio financiero que se introdujo como instrumentos de cobertura y de forma paulatina integró los tres tipos de usos, mediante una multiplicidad de productos cada vez más favorables para su utilización con propósitos especulativos. Debido a las propias características de esos instrumentos y de sus operativas se carece de información completa y precisa sobre la magnitud de los derivados en el mercado de Estados Unidos, si bien se dispone de dos aproximaciones que son relevantes y muestran de forma elocuente el espectacular auge que esos nuevos instrumentos. En primer lugar, un organismo federal, el Comptroller of the Currency Administration of National Banks, suministra desde mediados de los noventa información sobre los derivados poseídos por los grandes bancos comerciales. Esa información aporta cinco rasgos importantes: a) el fuerte aumento del valor nocional o nominal³¹ de

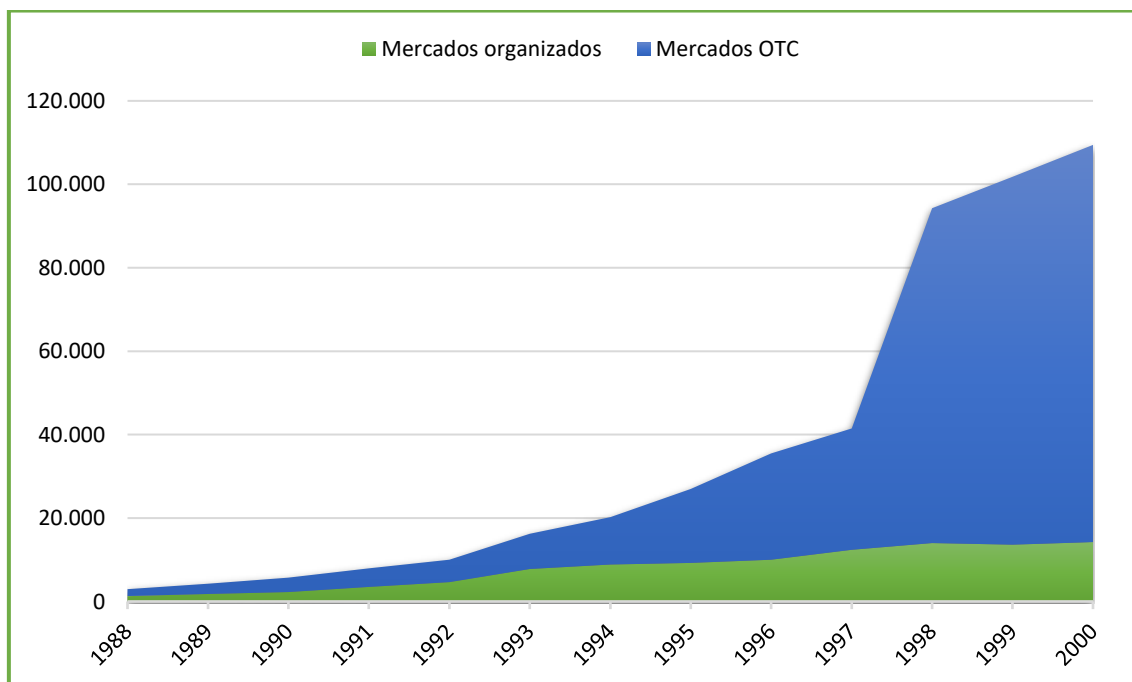
³⁰ Muchos derivados se contabilizaban fuera de balance en la llamada cuenta de orden, tanto por las deficiencias en las normas contables como por la complejidad de los productos, de manera que había tantos derivados dentro como fuera de los balances (Partnoy 2003: 15).

³¹ Se refiere al valor de referencia para determinar los pagos contractuales de un contrato de derivados, y por tanto es un indicador del nivel y la tendencia alcistas de los contratos, pero como explica ese organismo no es un indicador de los riesgos reales contraídos por las partes que participan en esos contratos, estimado aproximadamente en un 3-5% de esas cifras (Vilariño, 2000, 2008a). Lo que no obstante es muy relevante debido a la elevada magnitud que fue registrando el valor nacional.

esos derivados, ya que a finales de 1990 era de 6 billones de dólares, a finales de 1995 de 16,5 billones y a finales de 1998 de 33 billones; b) el predominio de los derivados sobre tipos de interés, ya que representaban el 65-75% del total; c) el predominio de los contratos swaps y los futuros, ya que representaban, respectivamente, el 40% y 33% del total; d) el absoluto predominio de los OTC, ya que suponían el 85-90% del total; e) el absoluto predominio de los grandes bancos comerciales, ya que apenas siete de ellos poseían el 94-97% del total.

En segundo lugar, el Bank of International Settlements (BIS) aporta información agregada de los derivados a escala mundial, sin concretar mercados nacionales, aunque es sabido que los de Estados Unidos suponen una proporción bastante mayoritaria. Esa información confirma tres aspectos fundamentales: el espectacular aumento de las cifras, el creciente predominio de los derivados OTC y el predominio de los derivados sobre tipos de interés. Inicialmente, en los años ochenta, se expansionaron con rapidez los derivados que se negociaban en mercados organizados, sobre todo, futuros y opciones sobre tipos de interés, cuyo fuerte ritmo de crecimiento (39% anual entre 1988-94) se redujo en la segunda mitad de los noventa (8% anual). A continuación, el protagonismo correspondió a los derivados OTC cuyo valor nominal se multiplicó por 21 durante los años noventa y alcanzaron un valor que multiplicaba por 7 al de los contratos negociados en mercados organizados (gráfico 3.2).

Gráfico 3.2. Evolución de los derivados a escala mundial (valores nominales, miles de millones de dólares)



Fuente: BIS (2010), International Bank of Settlements.

El auge de los instrumentos derivados reforzó la posición ventajosa de los bancos de inversión por las mismas tres razones expuestas para el caso de las titulizaciones³². Primera, los principales bancos diseñaban los nuevos instrumentos; segunda, eran los mayores comercializadores hacia sus clientes; y tercera, cada vez más los utilizaban para la toma de posiciones propias. En consecuencia, los bancos de inversión eran quienes mejor conocían las características de estos productos y quienes mejor podían operar en cada uno de esos mercados.

1.2. Operativas financieras

Los instrumentos analizados en el apartado anterior, tanto los tradicionales como los nuevos, se utilizaron de forma individual y, con mayor frecuencia de forma combinada en una amplia variedad de actividades que compusieron la nueva operativa de banca de inversión. Por un lado, cobraron gran auge las operaciones tradicionales, tanto la suscripción de títulos en los mercados primarios y el *trading* de títulos en los mercados secundarios como la gestión de patrimonios y la intervención en operaciones de fusión y la adquisición de empresas. Es decir, los cuatro tipos de operaciones que las entidades de banca de inversión llevaban realizando desde hacía décadas. En ese sentido, el rasgo a destacar fue la dimensión extraordinaria que alcanzaron. Como referencia cabe tomar el dato del valor de mercado de las acciones cotizadas en la bolsa de Nueva York (NYSE): desde los 960 mil millones de dólares de 1979, el valor se multiplicó por más de tres durante los ochenta y tras una escalada vertical en los noventa superó los 12 billones de dólares en 2000 (Gráfico 3.8). Por otro lado, aparecieron distintas variantes en el modo de realizar esas operaciones tradicionales y, a la vez, surgieron otras nuevas que son las que se analizan a continuación.

a) Finanzas corporativas: inversión en private equity

Esta operativa de inversión como capital-riesgo comprende el conjunto de operaciones relacionadas con la compra, venta y reestructuración de empresas, es decir, con el denominado “control corporativo” (Bloch 1989) porque conllevan la propuesta de adquisición de una empresa objetivo. La modalidad usual es la de fusión y adquisición (F&A), si bien, precisamente, desde los años ochenta ganaron relieve otras modalidades como las compras apalancadas (*leveraged buy-out*, LBO) y las ofertas públicas de adquisición (OPA), también conocidas como *takeovers*, sobre todo en su modalidad hostil. Tales operaciones existían con anterioridad, la novedad que les otorgó singularidad en los ochenta fue su interconexión mediante la utilización de nuevos instrumentos y la participación de nuevos agentes (*raider*,

³² Pese a los esfuerzos realizados en su búsqueda, no ha sido posible encontrar datos que respalden empíricamente esa posición ventajosa, aunque la literatura sí coincide en destacar esas tres razones.

spin-offs y *carve-offs*) (Capatides 1992; Markham 2002; Stowell 2010; Wilmarth 2002).

Las LBO eran compras basadas en el apalancamiento, en las que la entidad compradora contraía un volumen sustancial de deuda avalada por los flujos de caja futuros que se esperaba que generase la empresa adquirida. En general, se trataba de empresas que se percibían como ineficientes y que, tras su reestructuración, el cambio de directivos y la posterior venta, podrían generar los suficientes ingresos como para cubrir las deudas y aportar beneficios a los nuevos accionistas.

Las OPA eran operaciones de control sobre empresas mediante la adquisición previa de un paquete de acciones que se utilizaba para hacer una propuesta (oferta) abierta (pública) a los demás accionistas, presentando dos alternativas: que vendiesen sus acciones a la entidad promotora de la OPA a un determinado precio, o bien que se uniesen a esa entidad para cambiar la estructura de la propiedad de la empresa. La oferta podía contar con el consenso de la dirección y además de parte o totalidad de los mayores accionistas de la empresa en cuestión (OPA amigable), o bien podía realizarse con la oposición de esos directivos y propietarios (OPA hostil). Durante los años ochenta cobraron gran auge las técnicas de "*green mailing*" practicadas por los denominadas *raider* corporativos que en su mayoría se plasmaron en amenazas de OPA hostiles. *Raider* como Carl Icahn y Thomas "Boone" Pickens trataban de detectar posibles debilidades financieras en determinadas grandes empresas y actuaban como potenciales compradores, para lo cual acumulaban grandes cantidades de acciones de esas compañías cotizadas en bolsa. Sin embargo, su intención real no era adquirirlas, sino forzar a la empresa a que recomprara sus propias acciones a un precio más alto para evitar una OPA hostil. De ese modo, una vez lograda la revalorización de su inversión los *raider* vendían sus acciones y lograban grandes beneficios.

Ambos tipos de operaciones (LBO y OPA) junto con las de F&A, aumentaron aceleradamente su número y su valor convirtiéndose en líneas de negocio muy rentables pero que requerían elevados recursos para realizarlas. Como se señaló en el epígrafe anterior, la utilización masiva de bonos basura estuvo relacionada con el fuerte incremento de F&A vinculadas a LBO. Las cifras de F&A en los primeros años ochenta, en torno a 50-80 miles de millones de dólares anuales se fueron elevando hasta un máximo de 265 miles de millones en 1988. Después disminuyeron a medida que el mercado de los JB perdía atractivo. A su vez, las LBO incrementaron su peso en el total de F&A desde apenas un 3,6% en 1980 a un 26,5% en 1989, año en que el valor de las LBO alcanza un máximo de 61 miles de millones de dólares (Mathews 1991: 164).

El auge de esas operaciones estuvo favorecido por la subida de las bolsas y la apertura a los capitales extranjeros en 1983-84 cuando la economía empezó a salir

de la recesión. Fue en aquel contexto donde el floreciente mercado de bonos basura jugó un papel decisivo hasta que se produjo el *crash* bursátil de 1987. Entre las numerosas grandes operaciones realizadas como LBO, destacaron tres. La compra de Gibson Greeting Cards por 70 millones dólares marcó el comienzo del auge de LBO financiadas con JB; la compra de Beatrice Foods por Kohlberg, Kravis, Roberts, con la participación de Drexler-Burnham-Lambert (DBL), se convirtió en una de las más importantes OPAs hostiles; y la compra de RJR Nabisco fue la mayor LBO de la historia y también contó con la participación de DBL. Precisamente, este banco de inversión cuya crisis y desaparición se exponen más adelante, fue el que más destacó en la intermediación de operaciones financiadas con JB.

Por su parte, el protagonismo de los grandes bancos de inversión se cimentó tanto en su capacidad para diseñar nuevos instrumentos y operativas, como en su mejor conocimiento de la situación financiera de muchas empresas, o en su capacidad financiera para participar en grandes operaciones de F&A, LBO y OPA, a veces como asesores e intermediarios y otras veces como inversores. Además, cuándo ejercían como consultores y gestores podían hacerlo desde ambos lados de la operación. Por ejemplo, en un OPA hostil, podían diseñar el asesoramiento a los *raider* o, en el otro lado, podían diseñar la estrategia de defensa o la elaboración de cláusulas anti-OPA³³ de la empresa bajo amenaza (Stowell 2010). En este segundo caso, si la estrategia funcionaba, evitando la OPA, era frecuente que aun así la empresa saliese debilitada de la lucha y requiriese nuevos servicios de gestión, ya que habría acumulado dividendos e intereses a pagar durante el proceso que habrían aumentado su apalancamiento.

b) Finanzas corporativas: suscripción de títulos y colocaciones privadas

La suscripción de títulos (*underwriting*, UW) era otra operación tradicional realizada con el objetivo de aportar financiación a las empresas mediante la emisión en el mercado primario de instrumentos de capital y de deuda corporativa, predominando generalmente esta segunda fuente. Entre la variedad de suscripciones, cabía distinguir las emisiones de: a) acciones ordinarias mediante (*Initial Public Offering*, IPO) cuando se realizaba por primera vez; b) obligaciones convertibles, que se contrataban como instrumentos de deuda, bonos por ejemplo, dando derecho a que a su vencimiento se convirtieran en instrumentos de capital; y c) títulos de deuda, pública y corporativa, mediante bonos en grado de inversión,

³³ Llamadas 'pastillas envenenadas' porque intentaban encarecer en extremo la compra por parte de *raider* inundando el mercado con emisiones de bonos y acciones preferentes (facilitadas por la R-415). Con ello obligaban a que los *raider* incurrieran en costes adicionales excesivamente elevados para seguir cuestionando el control de la empresa.

con calificación por encima de BBB, y bonos fuera del grado de inversión, como los bonos basura³⁴.

A su vez, existían dos métodos principales de suscripción. El primero era el de “compromiso en firme” (*bought deal*), por el que la entidad intermediaria compraba la totalidad de la emisión y era quien asumía el riesgo si después no era capaz de colocarla. El segundo era el de “mejor esfuerzo” (*best efforts*), por el que la entidad intermediaria se limitaba a lanzar la emisión y a gestionar su colocación en el mercado, sin obligación de comprar ninguna parte de la emisión, por lo que era la empresa emisora quien asumía el riesgo (Bloch 1989: 213-15).

La suscripción de títulos cobró una magnitud colosal a partir de los años ochenta, alentada por dos factores: la desaparición de la mayoría de los requisitos que regían las emisiones y los altos tipos de interés en aquel contexto de inestabilidad. De ese modo, el valor de las suscripciones corporativas pasó de cifras por debajo de 100 mil millones de dólares a superar el billón en 1993 y continuó su acelerada expansión hasta casi duplicarse a finales de los años noventa (gráfico 3.3).

El grueso de las suscripciones correspondió en todo momento a los instrumentos de deuda, cuyo peso relativo se situaba en torno al 80% en los ochenta y lo superó en la siguiente década (gráfico 3.3). Inicialmente, la deuda ordinaria fue mayoritaria, debido sobre todo a los bonos basura, cuya presencia representó el 20-25% de esa deuda ordinaria. Sin embargo, en los noventa cobró mayor importancia la deuda respaldada por activos (ABS y MBS) que llegó a significar el 60% del total de las suscripciones de deuda (gráfico 3.4). A su vez, el gráfico 3.5 muestra el apogeo de los bonos fuera de grado de inversión durante los años ochenta.

Por lo que se refiere a las suscripciones de instrumentos de capital (*equity*), las IPO tuvieron un primer impulso en aquella década debido a la generalización de las salidas a bolsa de miles de empresas, alcanzando un máximo equivalente al 79% del valor total de las acciones ordinarias corporativas suscritas en EEUU en 1988 (gráfico 3.6). Posteriormente aumentaron su valor total sobre todo en los 90 pero redujeron su proporción en el total de acciones ordinarias suscritas.

A su vez, la importancia de las suscripciones colocadas en privado (a inversores cualificados privados) se aprecia en el gráfico 3.7. Sin datos para los primeros ochenta, es seguro que sus cifras fueron mínimas antes de que se promulgase la R-144A, que fue su mayor estímulo. Sin embargo, a raíz de esa norma desreguladora, su valor aumentó con rapidez hasta los 200 mil millones de dólares en 1989,

³⁴ Como se ha explicado, la colocación de esas emisiones podía realizarse mediante ventas privadas a determinados inversores o bien por ventas públicas abiertas al público en general. Estas segundas debían registrarse previamente en la SEC siguiendo la norma SR-415, mientras que las primeras estaban exentas de ese requisito por la R-144A.

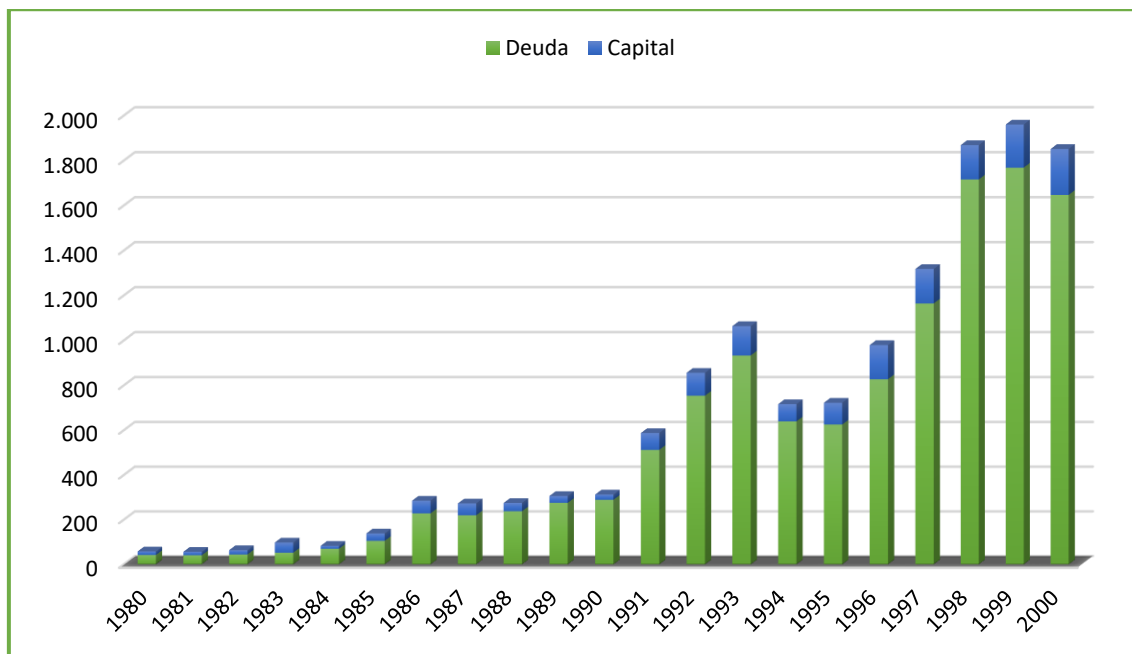
representando el 40% de las suscripciones corporativas de títulos. Posteriormente las cifras oscilaron hasta que de nuevo en la segunda mitad de los noventa aceleraron su ritmo hasta acercarse a los 500 mil millones en 2000. El hecho de que en términos relativos al total de las emisiones su porcentaje cayese al 15-20%, se debió al superlativo aumento de la cifra absoluta de emisiones, que en su mayoría se colocó directamente al público.

La posición de los grandes bancos de inversión en la operativa de suscripción, o colocación primaria de títulos también fue privilegiada por cuatro motivos (Stowell 2010; Ellis y O'Hara 2000; Partnoy 2003). Primero, contaban con la experiencia y el conocimiento del mercado para ser los mejores asesores de las empresas a la hora de determinar las características de las emisiones. Segundo, contaban con capital (propio y apalancado) para asumir la compra de las suscripciones según el método *bought deal*. Además, tenían capacidad para negociar descuentos sustanciales, llegando a lograr incluso precios bastante por debajo de los vigentes en el mercado. Tercero, tenían una cartera de clientes a los que ofrecer las colocaciones en privado. Y cuarto, su protagonismo en la emisión primaria les situaba en las condiciones más favorables para operar en los mercados secundarios, tanto por cuenta de sus clientes como para realizar inversiones por cuenta propia.

No obstante, el método *Bought Deal* les obligaba a asumir riesgos financieros en caso de no lograr colocar los títulos a inversores específicos o abiertamente al público, o bien si el precio de mercado era inferior al que habían adquirido la suscripción. En el caso de que, actuando como inversores, decidiesen retener parte de la emisión incurrieran también en riesgo de mercado si el precio al que posteriormente vendiesen los títulos en los mercados secundarios fuese menor; o bien, sin expectativa de ganancia, tendrían que acumular esos títulos en su balance a la espera de que mejorasen los precios de mercado.

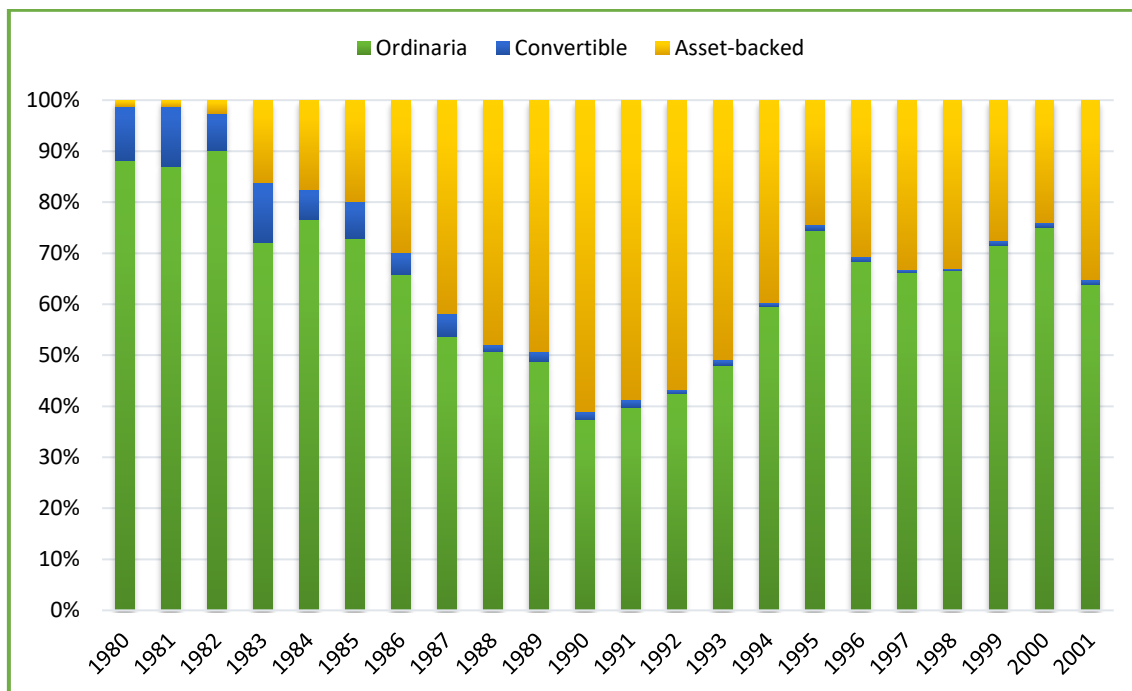
Indicadores referidos a suscripciones corporativas

Gráfico 3.3. Volumen de deuda y capital suscritos (miles de millones de dólares)



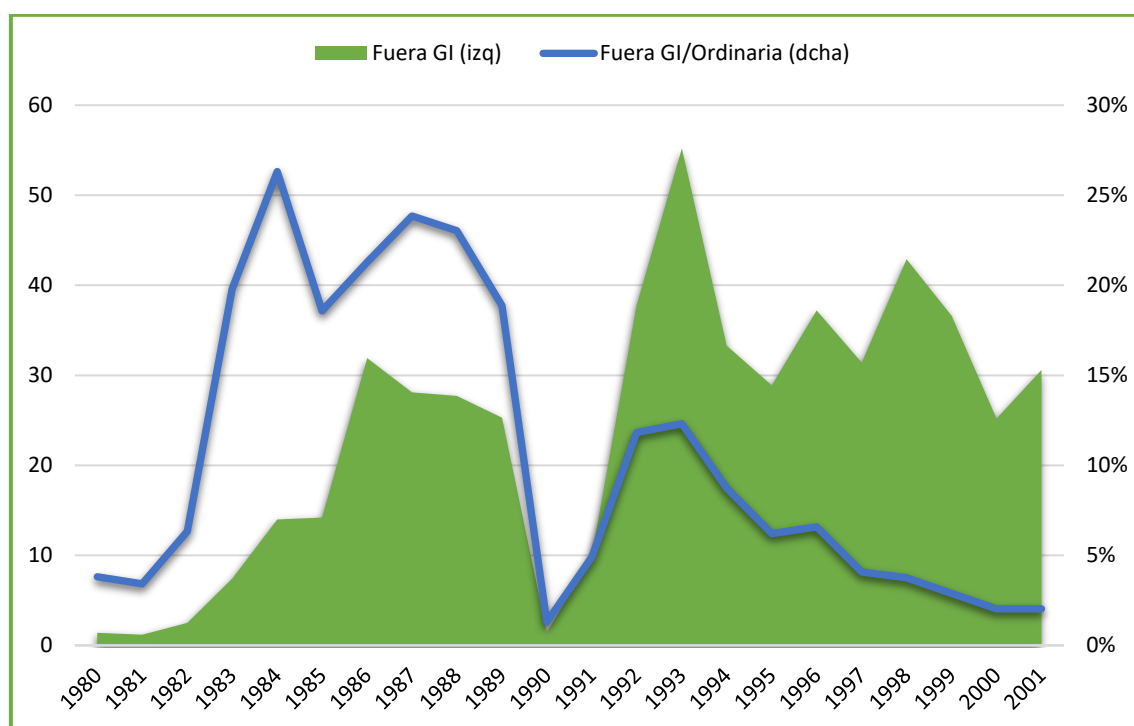
Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.4. Distribución de la deuda suscrita (%)



Fuente: SIA 2002

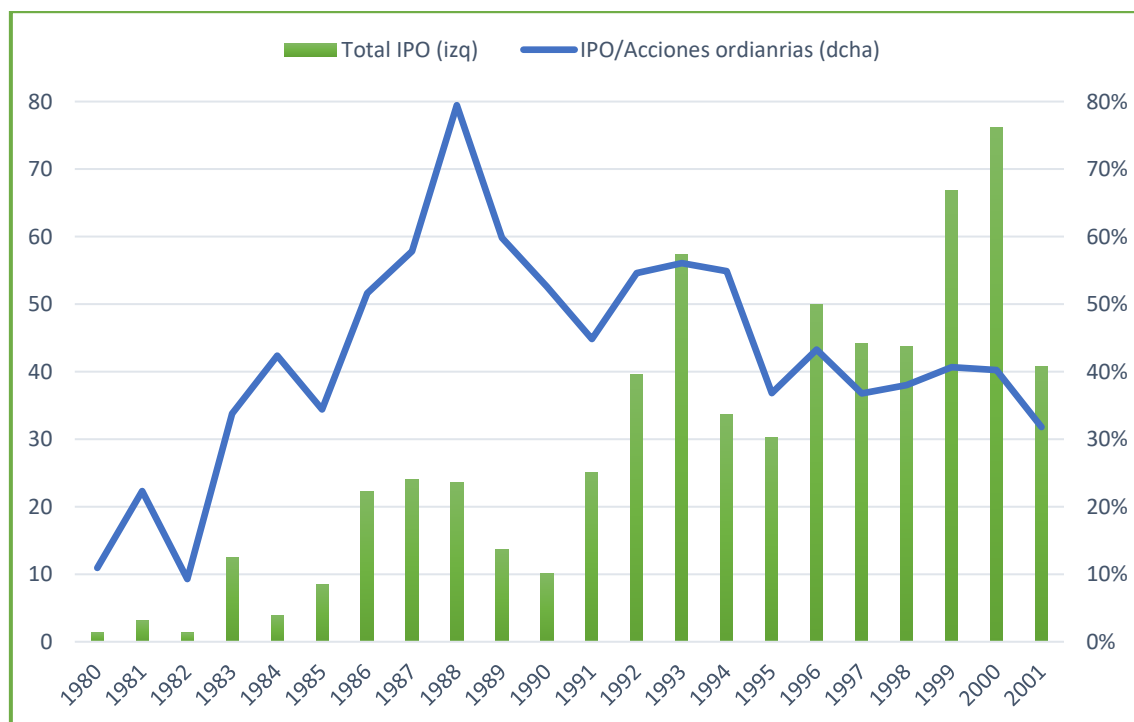
Gráfico 3.5. Deuda fuera de grado de inversión (miles de millones de dólares)



* GI= grado de inversión

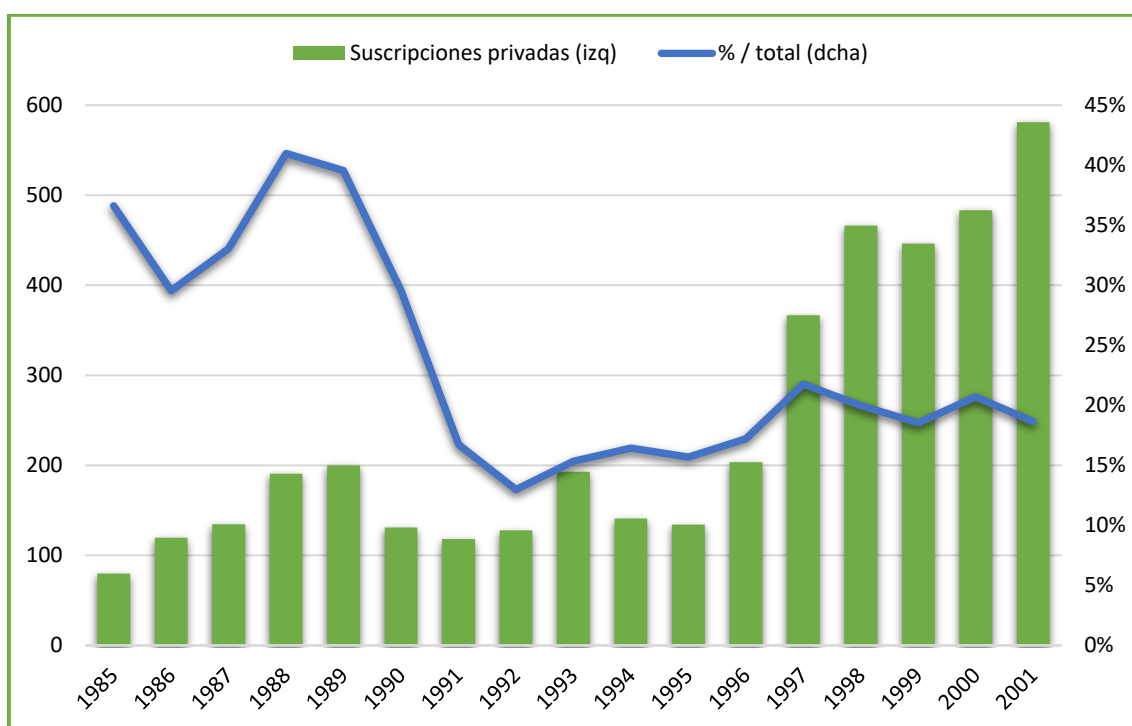
Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.6. IPO, Ofertas Públicas Iniciales (miles de millones de dólares y %)



Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.7. Colocaciones privadas con QIB* (miles de millones de dólares)



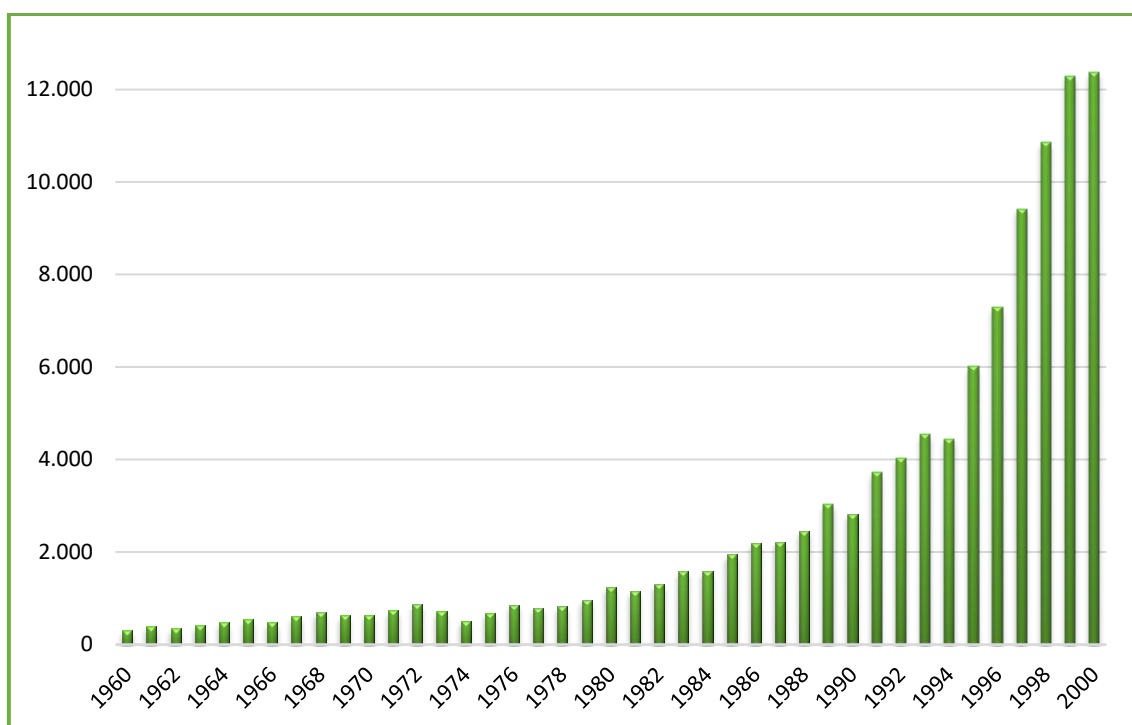
* *Qualified Institutional Buyers*

Fuente: SIA 2002

c) Negociación en mercados secundarios

El negocio de *trading* se realizaba en dos áreas diferenciadas según que el intermediario lo hiciese por cuenta ajena o por cuenta propia, aunque inicialmente la mayor parte correspondía a la primera (Stowell 2010). Cuando la operación se efectuaba en nombre de los clientes se convertían en creadores de mercado que negociaban títulos para captar las diferencias entre el precio de venta y el de compra en su beneficio. Esa actividad estaba fuertemente vinculada con la de suscripciones, de modo que los instrumentos utilizados eran básicamente los que se emitían en los mercados primarios que después pasaban a negociarse en los secundarios. Por esa razón, la magnitud de las cifras alcanzadas en estos mercados son las referidas anteriormente para las acciones y los bonos. El gráfico 3.8 muestra el rápido incremento del valor de las acciones cotizadas en Wall Street durante los años ochenta, seguido de un crecimiento aún mucho más intenso en los noventa.

Gráfico 3.8. Evolución de las acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York (valor de mercado en miles de millones de dólares)



Fuente: NYSE Market Data

En el *trading* propio la actuación de los bancos de inversión se asemejaba a la de un *hedge fund* o bien a la de un *private equity fund*. En el primer caso, las operaciones eran generalmente de corto plazo y se llevaban a cabo con los mismos instrumentos que el *trading* en nombre de clientes. Como los *hedge funds*, no tenían prohibido tomar posiciones cortas o negociar productos derivados de alto riesgo, con problemas de valoración ya que eran productos ilíquidos que carecían de mercados activos (Vilariño 2000). En el segundo caso, las operaciones eran de compra, venta y restructuración financiera de empresas, es decir, F&A, LBO y OPA, en las que participan directamente como inversores.

Por tanto, la actuación en los mercados secundarios situaba a los bancos de inversión como *brokers*, creadores de mercado y *dealers*. Mientras que en las primeras dos variantes el banco realiza una función de intermediario en la tercera actúa por cuenta propia. La principal diferencia entre el *bróker* y el creador de mercado es que, en la primera modalidad el intermediario compra y vende títulos para sus clientes inversores, cobrando por ello una comisión siendo precio-aceptantes y sin incurrir en riesgo de acumular inventarios. Es decir, actúa como agente de sus clientes. El creador de mercado, por otra parte, cumple una función similar, es decir intermediaria, pero al estar dispuesto a comprar y vender títulos de valores a cambio de realizar un beneficio, se convierte en un agente precio-determinante y también incurre en riesgo de acumular inventarios (títulos que haya

comprado sin haber podido vender al precio esperado). Por último, un *dealer* es una entidad que compre-vende títulos de valores para su cuenta propia, a la vez que puede ser creador de mercado en determinados títulos, bróker o realizar suscripciones. El paso de un rol a otro suponía un incremento de riesgo en la medida en que los bancos necesitaban disponer de mayores niveles de capitalización para adquirir los títulos y aumentar sus exposiciones al tenerlos en sus balances.

d) Gestión de patrimonios

Esta línea reunía un conjunto de operaciones realizadas para clientes de altas rentas que poseían importantes patrimonios para los que buscan las mejores oportunidades de obtener rentabilidad. Se llevaba a cabo en dos áreas diferenciadas (Stowell 2010): una era de tipo tradicional, compuesta principalmente por inversiones en fondos mutuales y otros fondos de inversión; la otra era de tipo alternativo, compuesta por inversiones en fondos de *private equity* y *hedge funds*. En ambas, a la vez que tomaban posiciones por cuenta de sus clientes, los bancos de inversión también podían tomar las mismas posiciones para sí, como inversores propios. En aquel contexto institucional de creciente desregulación, los bancos de inversión se dotaron de capacidad discrecional para realizar esa dualidad operativa.

1.3. Funciones tradiciones y nuevas

a) Influencia del marco institucional y de la dinámica económica

El análisis de los instrumentos utilizados y las operativas aplicadas en los mercados de capital revela que un conjunto de características fundamentales que vinculan su fuerte expansión y sus novedades con las transformaciones habidas en el marco institucional y en la dinámica económica.

En primer lugar, la espectacular magnitud y la diversificación que alcanzaron las emisiones de los nuevos instrumentos (bonos basura, bonos titulizados y derivados) está asociada con la dimensión y la diversificación que alcanzaron las distintas operativas en finanzas corporativas (LBO, OPA, F&A, UW) y en intervenciones en los mercados secundarios por cuenta de clientes y por cuenta propia.

En segundo lugar, ese desarrollo de los nuevos instrumentos y operativas fue posible merced a la eliminación de gran parte de los componentes normativos y el paralelo aumento de los componentes informales del marco institucional.

- Las reglas 415 y 144A junto con la dejación de funciones supervisoras por parte de los organismos federales hicieron posible la creación de JB y MBS, emitidos sin apenas requisitos de registro e información, ni otras normas sobre su colocación primaria y secundaria. Igualmente, esas carencias reguladoras sirvieron para expandir las operaciones LBO y su utilización en operaciones de OPA y F&A.
- La *Gran Saint-Germain Act* y, de nuevo, la dejación de funciones supervisoras, hicieron posible la participación como inversores de las Savings & Loan y otras entidades e inversores institucionales en los mercados de JB y MBS que comportaban riesgos importantes y requerían de información especializada que no poseían.
- La permisibilidad de los Requisitos sobre Capital, gracias a la RCN, hizo posible el creciente apalancamiento de los bancos de inversión y posteriormente de otros vehículos de inversión con los que pudieron adquirir la escala de financiación exigida por aquella espectacular expansión de los mercados.

En síntesis, la primacía de los componentes informales, fortalecida por la ideología y los intereses que regían los principales organismos estatales, explican cómo una vez creados los nuevos instrumentos y las operativas utilizadas, la propia lógica de los intereses privados de las empresas, los inversores y los bancos de inversión tendiesen a amplificarlos, dando lugar a aquella inaudita expansión de los mercados de capital.

En tercer lugar, de forma simultánea, el desarrollo de los nuevos instrumentos y operativas fue posible merced a los cambios en la dinámica económica (inestabilidad monetaria y cambiaria, desequilibrios fiscales y externos, nuevas tecnologías) que modificaron las decisiones de financiación de las empresas y de los poseedores de ahorro que invertían en los mercados financieros.

- Las empresas demandantes de financiación encontraron nuevas vías para incrementar la cuantía, acortar los plazos, abaratar los costes y afrontar la incertidumbre a través de la emisión de una amplia variedad de títulos tradicionales y nuevos, con nuevas modalidades de suscripción. Aquellas que tenían mayores problemas, lo hicieron con bonos basura y otros títulos fuera de grado de inversión. Todas ellas pudieron utilizar derivados como instrumentos de cobertura.
- Los bancos comerciales y otros prestamistas encontraron en los bonos MBS y ABS nuevas formas de otorgar préstamos sin tener que mantenerlos en sus balances hasta el vencimiento. A la vez, tanto esos instrumentos como los derivados les permitieron sacar fuera del balance unos activos (de riesgo) que limitaban su capacidad de actuación.

- Los poseedores de ahorro encontraron múltiples oportunidades para obtener beneficios mediante inversiones en instrumentos (JB, ABS-MBS y derivados OTC) y operativas (LBO-OPA-F&A) con rentabilidades bastante más altas que los títulos y operativas tradicionales, aunque para ello asumían también riesgos más elevados. Para operar en esos mercados demandaban la gestión de los bancos de inversión o bien creaban nuevos vehículos. A esa actividad inversora se sumaron inversores extranjeros y un creciente número de fondos de pensiones y fondos mutuales.

En cuarto lugar, el desarrollo de aquellos instrumentos y operativas potenció el fortalecimiento empresarial de los bancos de inversión y favoreció su concentración a favor de un núcleo reducido de grandes bancos. Esta cuestión se analiza en el siguiente apartado dedicado a dichas entidades.

Y, en quinto lugar, ese desarrollo modificó las funciones ejercidas por la actividad de la banca de inversión a través de un doble proceso. Por una parte, sus dos funciones tradicionales (asesoramiento e intermediación) recibieron un fuerte impulso tanto con instrumentos y operaciones ya existentes como mediante la incorporación de las novedades analizadas. Por otra parte, emergieron dos nuevas funciones: inversión propia y creación de nuevos instrumentos a través de la ingeniería financiera. La primera respondía a los intereses específicos de los bancos de inversión como empresas que invertían en los mercados de capital para lograr beneficios. La segunda consistía en el diseño de aquellos instrumentos y operativas innovadoras que les aportaban ventajas para realizar las otras tres funciones.

b) Ampliación de funciones

La función de asesoramiento estuvo impulsada por cuatro elementos principales: a) la proliferación y variedad de instrumentos y operativas, b) su creciente complejidad técnica, c) el rápido aumento del número de empresas y administraciones públicas deseosas de obtener financiación en los mercados de capital; d) el igualmente rápido aumento de inversores que pretendían participar en los mercados de capital para obtener rentabilidad. Se generó así una gran demanda de asesoramiento especializado por parte de inversores y de emisores de activos financieros, esto es, fortunas personales, empresas no financieras, administraciones públicas, fondos de pensiones, vehículos de titulización y vehículos de inversión como fondos mutuales, *hedge funds* y *private equity*.

La función de intermediación estaba habitualmente vinculada a la de asesoramiento, aunque cabían actuaciones exclusivamente de uno u otro tipo. La intermediación se extendía al conjunto de líneas operativas que llevaban a cabo los bancos de inversión: a) gestión de carteras patrimoniales, b) valoración, financiación, fusiones

y adquisiciones y estructura de capital de las corporaciones; c) suscripción de instrumentos de deuda y acciones, d) creación de mercado en los mercados secundarios, realizando *trading* por cuenta de clientes. Todas las líneas experimentaron una acelerada expansión, destacando particularmente las finanzas corporativas a través de la suscripción de JB en operativas conjuntas de LBO-F&A, junto con las grandes OPA, el lanzamiento masivo de IPO, la creación de bonos ABS y MBS negociados en mercados secundarios y la negociación de derivados.

La función inversora suponía la participación directa en los mercados con capital propio y mediante un creciente apalancamiento de los grandes bancos de inversión. Es decir, de aquellos que poseían mayor nivel de capitalización, mayor capacidad para captar financiación y mayor capacidad para comprar instrumentos que proporcionaran alta rentabilidad. De un lado, esa función la podían ejercer en paralelo a la intermediación para clientes cuyos patrimonios gestionaban. De otro lado, la podían ejercer como inversores principales en los mercados secundarios y en determinadas decisiones de finanzas corporativas en operaciones de UW e IPO, OPA y F&A.

El contexto reinante en los años ochenta prevalecía la idea de que cualquier instrumento financiero se podía empaquetar, negociar y colocar en los mercados con rapidez. De ese modo, los bancos de inversión fueron a la vez generadores y receptores de la presunción de que aquellos instrumentos y operativas estaban exentos de riesgos, llegando a asumir que su función inversora era similar a la de intermediación porque generaba liquidez y favorecía la creación de mercado. Se convertía así en una actuación “virtuosa” que “rellenaba huecos” de forma temporal entre compradores y vendedores (Rotberg 1989).

En el mismo sentido, la SEC no exigía que los bancos de inversión desglosaran en sus estados financieros qué actividades eran propias y cuáles por cuenta de terceros. Únicamente pedía información relacionada con los instrumentos presentes en sus balances, respondiendo a la concepción imperante en los organismos federales sobre la capacidad auto-reguladora de los mercados eficientes. Como contrapartida, crecía la opacidad sobre las posiciones propias que tomaban los bancos en las distintas operaciones y los consiguientes riesgos que acarreaban. De ese modo, según Hager (2012: 17) la actividad de tipo *hedge fund* de los bancos de inversión en el total de sus ingresos aumentó hasta significar una media del 16% en 1993-97. Otra estimación de Morgan Stanley recogida por Mathews (1994) sitúa en un promedio del 20% el *trading* de tipo *hedge fund* durante los años noventa.

Por último, la cuarta función, ingeniería financiera, emergió en la década de los ochenta bajo control casi exclusivo de un selecto grupo de bancos de inversión. Así pudo ser merced al nuevo marco institucional y a los nuevos rasgos de la dinámica económica que permitieron y estimularon el surgimiento de los instrumentos

financieros y las operativas que se han analizado. Fueron esos mismos bancos los impulsores de la elaboración de modelos financieros basados en un fuerte desarrollo matemático con los que se pretendió disponer de leyes acerca de los movimientos de precios en los mercados de capital (Weatherall 2013). El ejemplo más destacado fue el modelo propuesto por Black, Scholes y Merton para la valoración de opciones, que se convirtió en una pieza fundamental para impulsar el auge de los mercados de derivados (Vilariño 2008a, 2011ab). La infinidad de innovaciones puestas en marcha contó siempre con el apoyo de los organismos federales (SEC, CFTC) que, precisamente, debían velar por el cumplimiento de las normativas legales y proporcionar garantías contra el aumento de riesgos en los mercados de capital (Partnoy 2003).

De ese modo, la ingeniería proporcionó un amplio arsenal de instrumentos (JB, MBS, derivados) cuya aplicación en distintas operativas (F&A, LBO, IPO): a) ampliaron exponencialmente el perímetro de los negocios de la banca de inversión; b) permitieron eludir los controles públicos existentes; c) ejercieron como barrera de entrada para posibles competidores; d) elevaron los riesgos; e) proporcionaron oportunidades de alta rentabilidad; f) favorecieron la concentración de poder en los mercados de capital (Partnoy 2003). La opacidad y la complejidad de esos instrumentos y operativas eran rasgos que se adecuaban a los seis aspectos sintetizados.

c) Combinación de funciones

Adicionalmente, la ingeniería financiera permitió combinar las otras tres funciones mediante diversas variantes con la intervención de distintos agentes. No se trataba solo de funciones ejercidas por los bancos de inversión de forma simultánea como, por ejemplo, se ha explicado sobre la relación entre el trading propio y por cuenta de clientes en distintos mercados secundarios, sino de funciones entrelazadas, como las dos que se exponen concisamente debido a la relevancia que alcanzaron en la operativa de fusiones y adquisiciones.

- *Arbitraje de riesgo y fusiones-adquisiciones.* Como se ha mencionado en el primer apartado, los derivados se pueden emplear con fines de arbitraje para obtener un margen libre de riesgo sin comprometer capital en la operación. Ese margen puede surgir mediante el aprovechamiento de los diferenciales de precios de los activos entre los mercados donde se negocian. Un caso particular es el arbitraje de riesgo que aprovecha las expectativas sobre los movimientos de los precios de las acciones de dos empresas en una operación de compra-venta corporativa (F&A). Ejerciendo una presión bajista sobre las acciones de la empresa compradora, cuyo precio se espera que baje y tomando la posición contraria en las acciones de la otra empresa, quienes realizan el arbitraje se aseguran un margen sin

riesgo, obtenido únicamente si la operación se lleva a cabo. La segunda vía, el arbitraje regulador, surge del intento de eludir normas o minimizar los costes derivados de esas normas, utilizando derivados, ya que estos se beneficiaban de un (escaso) tratamiento regulador 'privilegiado' frente a otros instrumentos financieros similares.

Las entidades que intervengan en esa doble operación necesitan disponer de altos niveles de apalancamiento, ya que los márgenes que se pueden obtener son estrechos, por lo que la dimensión de las operaciones debe ser elevada para amplificar las potenciales ganancias. Pero por la misma razón, también se amplifican los riesgos de posibles pérdidas que conlleva esa combinación de posiciones (Partnoy 2003).

- *JB-LBO y variantes de financiación de F&A.* Como también se ha expuesto, la fuerte expansión de los bonos basura estuvo relacionada con el auge de las operaciones LBO en el mercado de control corporativo. Esa vía de financiación barata (pero arriesgada) contó con la intervención de otros agentes y operativas entre los que destacaron la de *bridge loans* (BL) y *merchant banking* (MB) (Lewis 1989; Geisst 1997; Mathews 1994). Un BL consistía en que el intermediario financiaba parte de la compra con capital que previamente había tomado prestado, de modo que su ganancia era la diferencia de intereses entre el préstamo tomado y el préstamo concedido, lo que producía una exposición al default (o riesgo de incumplimiento). Un MB, modalidad que fue preponderante con el paso de los años, consistía en que el intermediario comprometía capital junto a la empresa compradora, financiado con JB o con BL, para tomar posiciones en el capital de esa empresa adquirida, lo que incorporaba el riesgo de la operación al riesgo de default.

Mediante ambas opciones, los bancos de inversión participaron en operaciones de LBO incurriendo en un aumento del riesgo según pasaban de la primera a la segunda. En un principio, sólo participaron como asesores y/o intermediarios de las firmas compradoras, preparando y/o suscribiendo las emisiones de bonos basura con las que se captaba la financiación necesaria. Pero después los bancos comenzaron a aportar una parte de la financiación a través de BL a la vez que ejercían intermediación y asesoría. Finalmente, en los años noventa, los grandes bancos tomaron posiciones propias en LBO a través del MB, es decir, con inversión propia. De ese modo, mediante el triángulo JB-LBO-BL combinaban las cuatro funciones: diseño ingenieril de la estrategia, asesoramiento a la firma que pretendía adquirir otra empresa, intermediación en la colocación de JB, la búsqueda de financiación, y aportación de capital propio.

Resulta por ello ilustrativa la comparación de los procedimientos utilizados en operativas de F&A en los años sesenta y en los ochenta. Durante la oleada de F&A de los 60 que condujo a la formación de grandes conglomerados empresariales, los

bancos de inversión ejercieron sus funciones de asesoría e intermediación en las distintas fases del proceso de F&A, incluida la obtención de financiación. Posteriormente, durante la oleada de los 80, los bancos de inversión fueron parte activa de las F&A, fomentando su realización, proponiendo nuevos instrumentos, generando financiación que ponían a disposición de los clientes corporativos y tomando posiciones propias en esas operaciones. A sus dos funciones tradicionales habían incorporado las dos novedosas, convirtiéndose con frecuencia en promotores de F&A.

1.4. Resultado 3: Transformación de los mercados de capital

El análisis arroja evidencias rotundas sobre la profundidad de los cambios habidos en los mercados de capital durante los años ochenta:

1. Surgieron y cobraron una importancia creciente nuevos instrumentos (bonos basura y titulizados, derivados-OTC) y nuevas operativas (LBO-MB-BL; UW-BD-IPO) que dotaron a esos mercados de una dimensión espectacular y de una creciente variedad.
2. Los cambios estuvieron asociados a la creciente primacía de los componentes institucionales de carácter informal, y a las nuevas estrategias empleadas por las empresas para financiarse y de los inversores financieros para elevar la rentabilidad de sus ahorros.
3. Los cambios significaron la modificación de las funciones ejercidas por la banca de inversión, tanto por la importancia que adquirieron las dos nuevas (*trading* propio e ingeniería) como por la variedad de combinaciones entre ellas y con las dos funciones tradicionales (asesoría e intermediación).

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que, *a partir de los años ochenta el fuerte desarrollo de la banca de inversión significó la mutación de sus funciones a través de los cambios de los instrumentos utilizados y las operativas aplicadas en los mercados de capital.*

A su vez, de forma colateral puesto que no constituía su motivo de estudio, el análisis ha constatado la existencia de episodios críticos que afectaron a dichos mercados:

- El amago de *crash* bursátil, en octubre de 1987, puso fin a un proceso de febril especulación en la cotización de las acciones, provocando en pocos días una caída brusca de los índices (Dow Jones lo hizo en un 22,6%) y la venta súbita de 605 millones acciones (De Crauwe, 1988; Hardouvelis, 1988; Schiller, 1988)

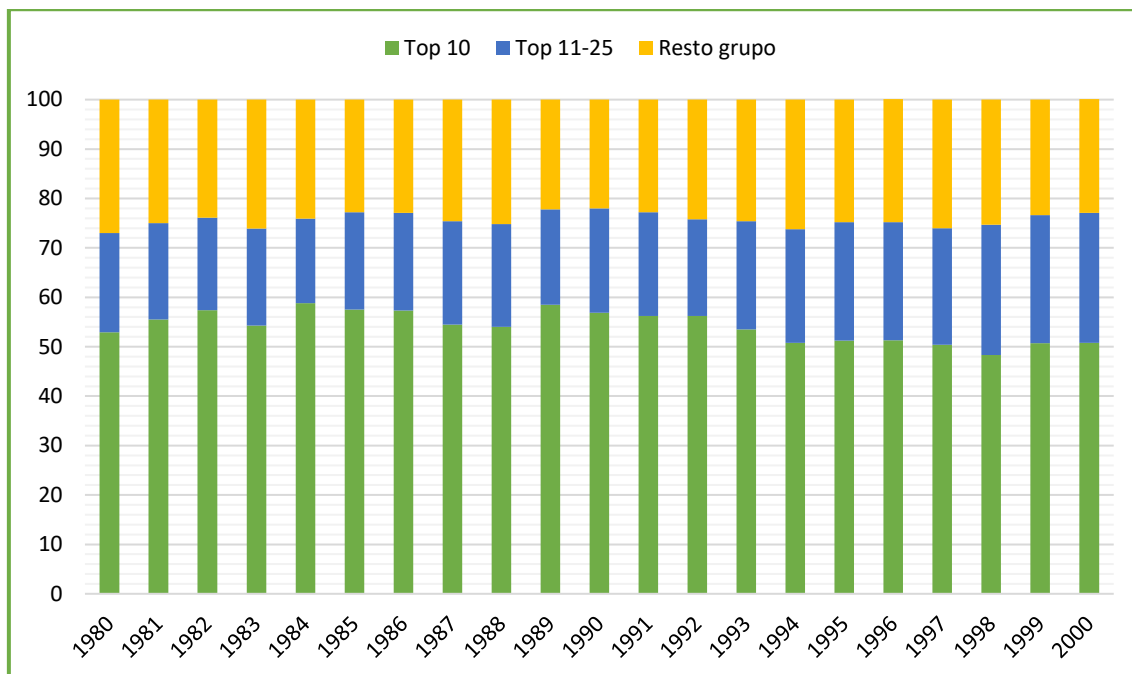
- El derrumbe del mercado de bonos basura y el declive temporal del mercado de bonos titulizados entre 1987-89, en parte como consecuencia del amago de crisis bursátil y en parte como consecuencia de los riesgos generados por el acelerado crecimiento de los años anteriores. Ambos casos (JB y MBS) permitieron comprobar cómo mercados que parecían muy líquidos quedaron colapsados de forma súbita.
- La crisis de varios grandes bancos comerciales y de un gran número de Savings & Loan. En el caso de estas el fuerte crecimiento propiciado por la *Garn Saint Germain Act* (56% entre 1982-85) quedó truncado por una crisis debida a las pérdidas registradas por la concesión de un exceso de préstamos inmobiliarios y por la adquisición de grandes volúmenes de bonos basura. En 1995 había desaparecido un tercio de las 3.234 entidades que existían diez años antes, mientras que muchas otras subsistieron gracias a que recibieron grandes ayudas públicas (Curry y Shibut 2000; Lowy 1991; White 1991).

2. NÚCLEO DE GRANDES BANCOS DE INVERSIÓN

A finales de los años noventa la SEC tenía registrada la existencia de unas 7.000 firmas dedicadas a la industria de títulos muchas más que las 5.000 registradas en 1980, lo que da una primera idea del atractivo lucrativo que tenía esa actividad. Sin embargo, la inmensa mayoría eran pequeñas empresas cuyo radio de acción se circunscribía a un reducido entorno territorial. Por esa razón, menos de 300 firmas, es decir, apenas el 4% del total (muchas menos que las casi 400 de 1980) eran miembros de la Bolsa de Valores de Nueva York, siendo precisamente las que concentraban alrededor de las tres cuartas partes del capital, los ingresos y los activos de la industria. A su vez, dentro de ese grupo NYSE, las 25 entidades de mayor tamaño concentraban aproximadamente el 80% del capital, los ingresos y los activos del grupo. Considerando sólo los 10 mayores bancos sus cuotas representaban en torno al 60% en cada una de esas tres variables, lo cual proporciona una primera idea del alto grado de concentración empresarial que presentaba la actividad de banca de inversión al finalizar el período (gráficos 3.9 y 3.10).

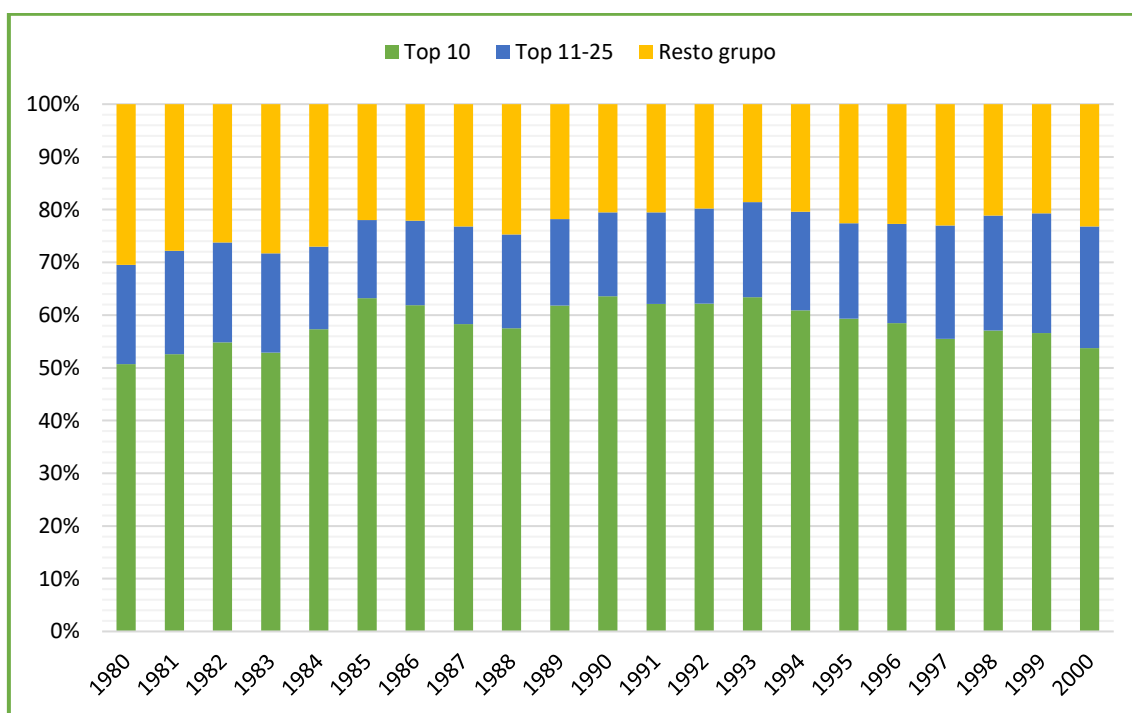
Indicadores de concentracion empresarial del grupo NYSE

Gráfico 3.9. Distribución de los ingresos (%)



Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.10. Distribución del capital (%)



Fuente: SIA 2002

2.1. Ingresos y rentabilidad

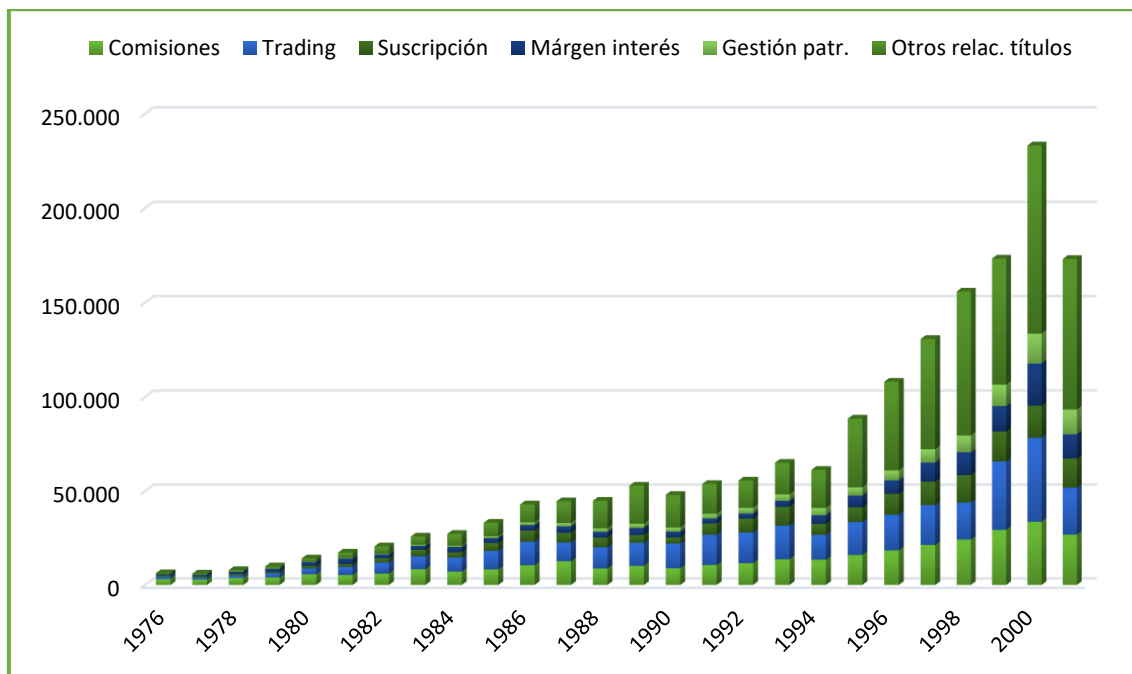
Los ingresos brutos del grupo de NYSE crecieron a la velocidad que muestra el gráfico 3.11. Desde cifras inferiores a 15 mil millones de dólares en 1980 alcanzaron los 50 mil millones a finales de la década y después siguieron aumentando aceleradamente hasta superar los 150 mil millones en 1998, es decir diez veces aquella cifra inicial. El gráfico muestra también la distribución de las distintas fuentes de los ingresos. El principal rasgo que se aprecia es la importancia creciente de “otros ingresos relacionados con el negocio de títulos”, que corresponden a las actividades de F&A, colocaciones en privado, derivados en mercados OTC y dividendos e intereses de cuentas de inversión (incluyendo REPO y REPO inversos). Las otras dos fuentes destacadas son los ingresos del *trading* de títulos y las comisiones percibidas por las transacciones de deuda y capital. Esas tres fuentes proporcionaron casi el 70% de los ingresos durante todo el periodo, si bien su peso relativo cambió a lo largo de los años, de manera que las comisiones, inicialmente mayoritarias perdieron importancia a favor del *trading* y de los otros ingresos. De ese modo, la participación de las comisiones se redujo hasta menos del 20%, mientras que los otros ingresos elevaron la suya hasta superar el 40% a mediados de los noventa y el trading aumentó hasta aproximadamente el 30% (SIA 2002).

Ese cambio en la distribución de los ingresos estuvo relacionado con la expansión de los mercados de suscripción de acciones corporativas (IPO) y las operaciones de compra-venta corporativa (F&A), muchas de las cuales estuvieron asociadas a la emisión y colocación de bonos basura. En primer término, el auge de la suscripción-colocación de acciones ordinarias experimentó un fuerte aumento en los ochenta y se aceleró en los noventa llegando a multiplicar casi por 10 los ingresos aportados entre 1990 y 2000, desde 19 a 189 mil millones de dólares. En segundo término, el valor de mercado de las operaciones F&A también se multiplicó por 10 en los años ochenta y volvió a hacerlo por 7,5 en los noventa, hasta más de 1,7 billones de dólares, lo cual reportó enormes ingresos a los bancos que intermediaron y, como se ha explicado atrás, invirtieron recursos propios en esa operativa (SIA 2002).

Por lo que respecta a los beneficios del grupo NYSE su escalada queda patente desde los primeros años ochenta (gráfico 3.12), alcanzando un punto de inflexión en 1986 cuando su cifra se duplicó hasta superar los 5 mil millones de dólares. La caída posterior, bajo los efectos del *crash* bursátil, se detuvo en 1990 y a partir de entonces los beneficios emprendieron otra senda de acelerado ascenso, con la salvedad puntual del año 1994, llegando a superar sucesivamente los 10 y los 15 mil millones de dólares.

Indicadores de resultados empresariales del grupo NYSE

Gráfico 3.11. Composición de los ingresos (no consolidado, millones de dólares)

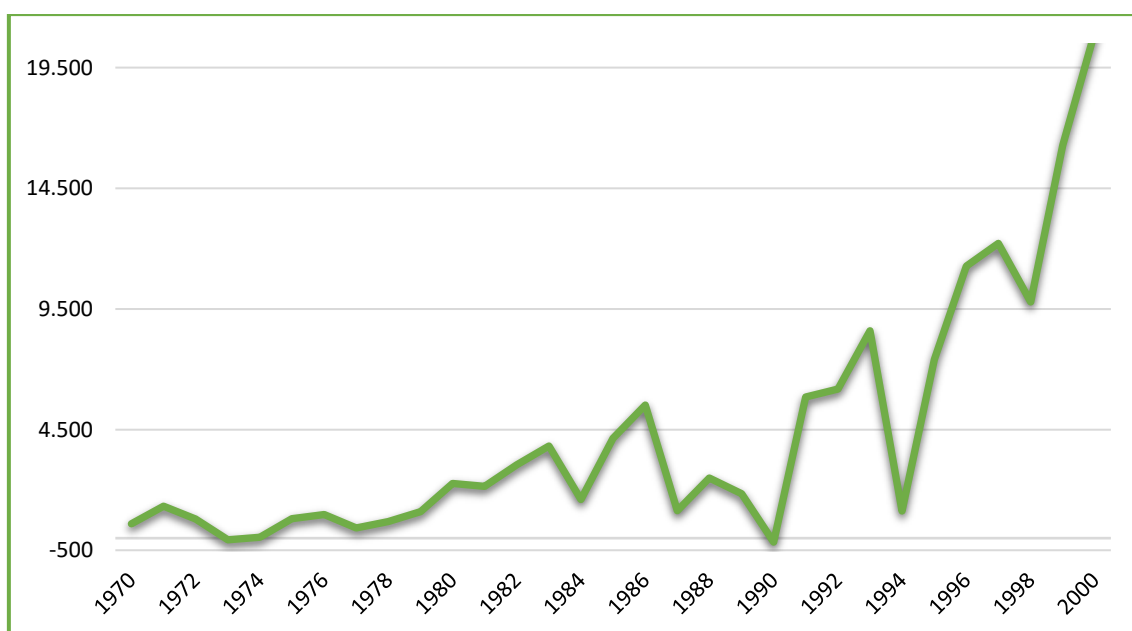


* Se refiere sólo a los ingresos de la matriz, sin incluir los de las filiales

** Los otros ingresos incluyen honorarios F&A, opciones en OTC, colocaciones en privado, dividendos e intereses de cuentas de inversión.

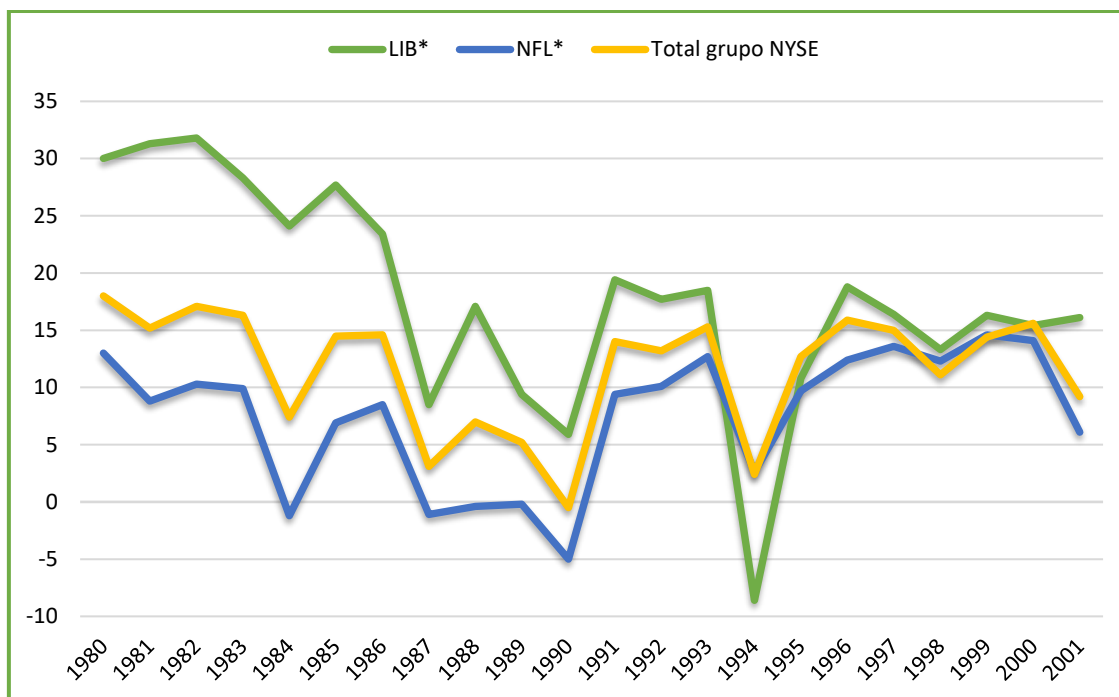
Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.12. Beneficios ante impuestos (millones de dólares)



Fuente: SIA 2002

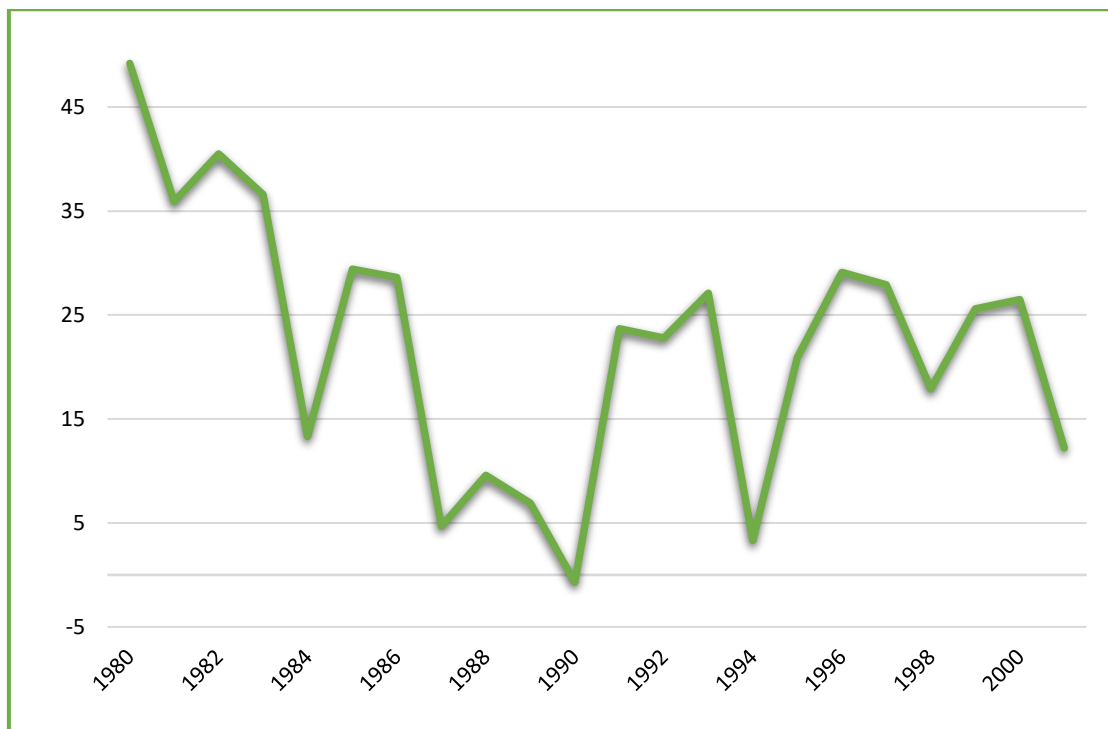
Gráfico 3.13. Margen: Beneficios antes de impuestos sobre los ingresos netos según tipo de entidades (%)



*NFL: National Full Line; LIB: Large Investment Banks

Fuente: SIA 2002

Gráfico 3.14. ROE ante-impuestos grupo NYSE (%)



Fuente: SIA 2002

Por su parte, el gráfico 3.13 muestra el significativo cambio de tendencia en la relación entre los beneficios y los ingresos del grupo durante los años noventa. Si en la década anterior la ratio entre ambas variables fue descendiendo hasta casi anularse, en la siguiente osciló entre el 10-15%. Se observa también que la evolución es similar en las entidades National Full Line (NFL), orientadas al negocio minorista, como en las Large Investment Bank (LIB), orientadas a grandes clientes (fortunas, empresas y administraciones), si bien estas segundas muestran ratios más elevados y son más oscilantes.

Por último, desde el punto de vista de la rentabilidad, la relación entre los beneficios y los fondos propios (*Return on equity*, ROE), muestra una trayectoria similar a las anteriores (gráfico 3.14). Su tendencia fue descendente a lo largo de los años ochenta, desde ratios exageradamente altas del 40%, fruto de la fuerza con que irrumpieron los beneficios en los primeros años, se acercó al 25% en 1986 y cayó hasta anularse en los años críticos. Después, la recuperación de los noventa, de nuevo con la salvedad de 1994, mantuvo la ratio en torno al 20-30%.

2.2. Concentración oligopólica

Como se ha mencionado, el grupo NYSE concentraba la mayor parte de la actividad y de los resultados empresariales que registraban las entidades dedicadas a la banca de inversión. Al mismo tiempo, dentro de ese grupo, un pequeño núcleo de grandes entidades protagonizaba la mayor parte de dicha actividad, de los beneficios y del capital.

El gráfico 3.9 muestra cómo los 20 mayores bancos concentraban más de las tres cuartas partes de los ingresos del grupo, manteniendo una tendencia levemente ascendente durante las dos décadas. Si sólo se consideran los 10 mayores su cuota se situó siempre por encima del 50% de los ingresos del grupo. Además, en ambos casos, se trataba de porcentajes sobre un denominador (ingresos del grupo) que experimentó un fortísimo crecimiento a lo largo de esas dos décadas.

El gráfico 3.10 muestra que el grado de concentración en términos de capital fue todavía mayor. En el caso de los 25 mayores bancos su proporción se situaba en torno al 75-80% del total perteneciente al grupo NYSE (que a su vez superaba el 80% del total de la industria), mientras que los 10 mayores tenían una cuota próxima al 60%. Se aprecia así la decisiva importancia que tuvo la paulatina salida a bolsa de los principales bancos durante aquellas décadas, con la salvedad de Goldman Sachs que no lo hizo hasta 1999. En el intervalo de 1980 a 1985, coincidiendo con las IPO de esos bancos y con el primer momento de auge de su actividad, el capital de esas 10 mayores entidades se multiplicó por cuatro, pasando de 3,3 a 13,8 miles de millones de dólares en 1985, los posteriores aumentos hicieron que en los primeros años noventa su capital superase ya los 26 mil millones

y a finales de la década estuviese por encima del 90 mil millones de dólares. Un crecimiento, sin duda, espectacular.

Otras tres evidencias sirven como pruebas del grado de concentración empresarial alcanzado en esa actividad financiera. La primera se refiere a la participación en la suscripción de acciones primarias, es decir, las acciones emitidas por empresas que deseaban cotizarse en bolsa durante los años ochenta. El valor de esas suscripciones entre 1980 y 1990 pasó de 12,9 a 20,1 miles de millones de dólares, de los cuales las cinco entidades líderes protagonizaron en torno al 50% (Morrison y Wilhelm 2007). Si se suman las cinco siguientes en el *ranking*, el núcleo de las diez firmas importantes ostentó una cuota por encima del 70% de aquel negocio en auge. Se trataba, además, de un núcleo bastante estable en el que siempre figuraban siete de ellas: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers, First Boston, Salomon Brothers y Dean Witter.

La segunda evidencia se refiere a las operaciones de fusión y adquisición de empresas entre 1980 y 1990. La cifra de negocio se elevó desde 24,4 hasta 238,4 miles de millones de dólares y la cuota ostentada por la suma de las firmas líderes podía llegar a superar el 100% en la medida en que con frecuencia varias de ellas participaban en una misma operación de F&A. De ese modo, en 1990 las cinco firmas líderes tenían una cuota del 81% y junto con las cinco siguientes sumaban el 113%. De nuevo, aquel núcleo era bastante estable con la persistencia en el ranking de los siete bancos antes citados, a los que aquí se sumaba la firma francesa Lazard Frères.

La tercera evidencia se refiere a la emisión de bonos basura durante sus años de esplendor entre 1982 y 1986 (cuadro 4). La cifra de suscripción de los principales bancos pasó de 2,8 a 34,1 miles de millones de dólares, lo que da cuenta del superlativo tamaño que adquirió ese negocio, estrechamente vinculado con las operaciones de LBO, OPA y F&A, así como con las compras por parte de las S&L. Cabe subrayar, además, dos aspectos relevantes acerca de la participación de los grandes bancos. El primero es el liderazgo absoluto que mantuvo Drexler-Burnham-Lambert (DBL), el banco que protagonizó la ingeniería y la operativa del apogeo de los bonos basura. En la tabla 3.3 se constata que en 1982 solo Merrill Lynch tenía una presencia de cierto relieve y que la suma de los cinco mayores bancos concentraba el 82% de las nuevas emisiones de JB. Sin embargo, una vez vencidas sus reticencias iniciales a tomar riesgos que consideraban excesivos, en 1986 todos los grandes bancos se posicionaron en aquel mercado cuyos rendimientos multiplicaban por 5 y hasta por 10 las comisiones cobradas en la emisión de bonos en grado de inversión (Bloch 1989: 336). De ese modo, la participación en aquel negocio tan expansivo de los ocho bancos principales suponía una cuota del 87%, manteniéndose el liderazgo de DBL.

Tabla 3.3. Nuevas emisiones de bonos basura (millones de dólares)

<i>Suscriptor</i>	<i>1982</i>		<i>1986</i>	
	Valor	%	Valor	%
Drexler Burnham	1.544	58,3	15.775	45,8
Merrill Lynch	699	14,6	3.782	10,9
Morgan Stanley	--	--	2.817	8,1
Salomon Brothers	--	--	2.814	8,1
Shearson Lehman	25	2	1.903	5,5
First Boston	--	--	1.650	4,8
Goldman Sachs	--	--	1.228	3,6
Bear Stearns	35	2,0	1.145	3,3
TOTAL	2.798		34.117	

Fuente: Bloch (1989)

2.3. Resortes de poder y fragilidad financiera

Por consiguiente, el desarrollo de la actividad de banca de inversión significó el fortalecimiento del conjunto de entidades que realizaban las distintas líneas de negocio de dicha actividad, pero, sobre todo, significó el fortalecimiento empresarial de un pequeño núcleo de poder financiero que disponía de los resortes para concentrar la mayor parte de esas líneas de negocio. Tales resortes fueron principalmente dos: de un lado, su capacidad económica, tanto en términos de capital, ingresos y beneficios, como mediante la posibilidad de financiarse con gran apalancamiento; de otra parte, su capacidad tecnológica para generar ingeniería financiera y para participar simultáneamente en un creciente número de operativas. Esa doble fortaleza se plasmó en unas elevadas cuotas de concentración que mostraban su posición de dominio oligopólico en los distintos mercados de capital.

Se generaron así vínculos interactivos entre los procesos expansivos de esos mercados y el reforzamiento de la posición dominante de los principales bancos:

- La expansión de los mercados suponía y a la vez reflejaba el acelerado aumento de la demanda de los servicios bancarios, tanto por parte de empresas que buscaban financiación y la gestión para sus emisiones, como por parte de su cartera de clientes decididos a realizar inversiones. A esa cartera se fueron sumando inversores institucionales, inversores extranjeros y vehículos de titulización.
- La expansión de los mercados suponía y a la vez reflejaba la creciente oportunidad que tenían los principales bancos de aprovechar su posición para

efectuar *trading* por cuenta propia como inversores, obteniendo elevados beneficios.

- La expansión de los mercados suponía y a la vez reflejaba la capacidad de generar ingeniería financiera. A través de su capacidad para incorporar innovaciones financieras, los principales bancos incrementaban la demanda de servicios, ampliaban sus líneas de negocio y fortalecía la oportunidad de *trading* propio.

Esa posición dominante se reforzaba mediante sucesivas fusiones y adquisiciones con otros bancos de inversión. Esas F&A se aceleraron a partir de los años ochenta gracias a la eliminación de normas reguladoras, con el fin de aumentar la escala de actividad. Adquirieron dos perfiles distintos según el tamaño de las entidades que los llevaron a cabo.

Un perfil fue el de las entidades de mayor tamaño que decidieron absorción a otras firmas medianas y pequeñas. Los casos más destacados fueron las compras de Merrill Lynch (a A. Becker en 1984), Lehman Brothers (a Shearson en 1984 y luego a E.F. Hutton en 1988), Goldman Sachs (a Commodities Corp. en 1997) y Morgan Stanley (a Dean Witter en 1997, que con anterioridad había adquirido a otras empresas menores. Un segundo perfil fue el de firmas de tamaño mediano que fortalecieron su dimensión mediante fusiones con otras menores o bien medianas con problemas financieros. El caso más destacado fue el de Paine Webber que adquirió sucesivamente Blyth Eastman en 1984, Kidder Peabody en 1994 y J.C. Bradford en 2000.

Sin embargo, el proceso de concentración de los mercados de capital registró otra variante a través de la crisis y posterior desaparición (algunas por absorción) de algunos bancos importantes. En particular, destacaron tres sucesos de quebranto que merecen una atención singular porque eran firmas de gran tamaño, impulsoras de líneas de negocio novedosas basadas en ingeniería financiera, mostrando el breve lapso financiero que podía separar la pujanza de la quiebra. Se trató de Drexler-Burnham-Lambert, Salomon Brothers y Bankers Trust (Lewis 1989; Lowenstein 2000; Martin 1993; Bruck 1989).

a) Drexel-Burnham-Lambert era el banco de inversión cuyo departamento de bonos o renta fija (FICC) estaba dirigido por Michael Milken, que fue quien ideó y lideró el negocio de los bonos basura. También participó en operativas de *private equity* como la financiación de los *raider* que propusieron OPA hostiles contra grandes compañías petroleras³⁵ y en el negocio de titulizaciones hipotecarias. En 1986 DBL fue declarada la firma más rentable de Wall Street, convertida en el símbolo exitoso del “fast money”. La habilidad de Milken parecía estar en su capacidad para detectar

³⁵ Lo hizo con Thomas Boone Pickens contra Gulf Oil en 1983 y contra Unocal en 1985; y con Carl Icahn contra Phillips Petroleum en 1983

tanto a empresas deseosas de emitir JB con los que afrontar graves dificultades financieras como a inversores dispuestos a correr riesgos (posible *default* de esas empresas) a cambio de elevados rendimientos. Actuando con unos y otros, DBL obtenía grandes ingresos por sus funciones de asesoría e intermediación en la gestión y colocación de la emisión primaria de JB y su posterior negociación en el mercado secundario.

Sin embargo, fue en 1986-87 cuando se encadenaron cuatro hechos que llevarían a la desaparición de aquella firma líder. Primero, las crecientes dudas sobre las consecuencias del elevado apalancamiento en el que había incurrido DBL para llevar a cabo sus operativas con JB. Segundo, el clima de incertidumbre financiera que generó el amago de *crash* bursátil. Tercero, las sospechas acerca de posibles fraudes contables con los que Milken encubría la situación financiera de las empresas emisoras de JB para ocultar su situación real de quiebra. Y cuarto, las acusaciones de la SEC al gerente de DBL por prácticas ilegales y uso de información privilegiada. Reconocidas esas ilegalidades, otro cliente de DBL también acusado, Ivan Boesky, reconoció nuevas ilegalidades a cargo de Milken y DBL. Lo que siguió en 1988-90 fue la senda característica de muchas quiebras: la compañía que aseguraba a DBL denunció su contrato, los bancos le negaron financiación, la cotización en bolsa se hundió, las pérdidas se acumularon, el mercado de JB quedó ilíquido y la firma no pudo atender las obligaciones de pago. Finalmente, los fiscales ampliaron sus cargos penales contra DBL y Milken y la compañía desapareció, vendiendo sus cuentas minoristas al banco Smith Barney.

b) Salomon Brothers era otro de los bancos que lideraban los mercados de capital en los años ochenta. Destacó por sus innovaciones en el mercado de titulizaciones hipotecarias residenciales, prestando sus servicios de asesoramiento y gestión en la emisión de bonos titulizados y en su colocación a inversores nacionales e internacionales. Tras el surgimiento de dificultades financieras, Salomon Brothers fue adquirida por Phibro Corp., una firma especializada en el negocio de materias primas, pero después se deshizo esa compra y Salomon Brothers decidió operar en finanzas corporativas mediante JB en operativas de LBO, para lo cual aumentó bastante su grado de apalancamiento. La búsqueda de mayor financiación indujo la aplicación de nueva ingeniería financiera en la compra de bonos del Tesoro hasta que en 1992 el Departamento del Tesoro acusó a la compañía de realizar actividades fraudulentas mediante oferta falsas con las que adquiriría más bonos de los permitidos. En ese instante se puso en marcha una cadena de hechos que condujeron a la quiebra similar a la que se ha mencionado en el caso de DBL. Finalmente, la firma fue adquirida por el banco Travelers.

c) Bankers Trust era un banco comercial de tamaño mediano cuando en 1980 sus dirigentes decidieron abandonar esa actividad, vendiendo su red de sucursales y trasladar su negocio a la banca de inversión. Se especializó en el negocio de

derivados y llegó a ser considerado a nivel internacional uno de los principales bancos dedicado al control de riesgos merced a sus innovaciones en productos derivados. Sus servicios incluían la disponibilidad de programas informáticos y de mejores modelos matemáticos superiores por lo que eran ampliamente utilizados en los mercados de derivados. Sin embargo, su auge se truncó en 1994 cuando compañías que eran clientes suyos (Gibson Greeting, Procter & Gamble, Air Product and Chemical) denunciaron que habían sufrido importantes pérdidas debidas a la deficiente información y a prácticas fraudulentas por parte de Bankers Trust. Pese a contratar como director ejecutivo a Frank Newman, que hasta ese año había sido el primer vicepresidente del Tesoro de la Administración Clinton, las denuncias por manipulación de la contabilidad y otras prácticas legales contra sus clientes aceleraron la cadena de hechos que finalmente condujo a su desaparición. Finalmente fue adquirida en 1997 por el banco Alex Brown & Sons.

2.4. Resultado 4: Transformación de los bancos de inversión

El análisis confirma dos de las premisas planteadas, pero obliga a replantear la relación entre la expansión de la banca de inversión y la fragilidad de los balances financieros de los bancos. Por un lado:

1. Durante los años ochenta se produjo un fortalecimiento de las capacidades empresariales de las entidades que realizaban la banca de inversión, revelado en primera instancia por el rápido crecimiento de los indicadores de ingresos, beneficios y capital.
2. Ese crecimiento se concentró mayoritariamente en un reducido núcleo de grandes bancos que alcanzaron una posición dominante en los mercados de capital.

Por otro lado, el supuesto de que la expansión de los bancos daría lugar a un aumento de los riesgos adquiridos y con ello a una creciente fragilidad de sus balances, lo que derivaría en el agravamiento de sus problemas financieros, obliga a matizar esa cadena de causalidades.

- El análisis revela el aumento de los riesgos asumidos por los grandes bancos a través de su creciente apalancamiento y de las innovaciones creadas por la ingeniería financiera. De ese modo, utilizaban nuevos instrumentos en operaciones que aportaban mayores beneficios pero que a la vez comportaban amenazas para su estructura financiera debido a: el alto apalancamiento, el creciente trading propio, la volatilidad de los mercados y su vinculación con los mercados internacionales, el creciente uso de derivados con fines especulativos y la participación en grandes suscripciones de títulos.

- El análisis constata la quiebra de tres bancos importantes que lideraban varias de las principales líneas de negocio (JB-LBO, derivados) y muestra que su fragilidad estuvo determinada por los riesgos que generaba el apalancamiento y las innovaciones financieras en las que participaban, agravados por el intento de enmascararlos mediante fraudes.
- Sin embargo, la mayoría de los grandes bancos de inversión no sufrieron ninguna crisis de alcance general, como las que sí padecieron a finales de los años ochenta los bancos comerciales y las Savings & Loans como a los bancos comerciales (Dymski 1998, 1999; FDIC 1997).

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que *el fuerte desarrollo de la banca de inversión significó el fortalecimiento empresarial de grandes bancos que pasaron a tener posiciones oligopólicas en los mercados de capital, con un aumento de su exposición a los riesgos financieros, pero sin que los signos de fragilidad derivasen en una crisis general de las entidades dedicadas a la actividad de banca de inversión.*

Consecuentemente, la conjunción de los dos resultados obtenidos en este capítulo completa la respuesta a la segunda hipótesis formulada, a la vez que abre un nuevo interrogante.

La respuesta confirma cómo se produjo el fuerte desarrollo de la banca de inversión a través de sus mercados y de las grandes entidades que operaban en ellos mercados. El interrogante surge al constatar que al cabo de dos décadas de acelerada expansión de los mercados, si bien se acumularon riesgos notables, no obstante, no se produjo una crisis de gran alcance.

Sin pretender aportar una respuesta que pretenda explicar por qué no se produjo esa crisis general, el análisis con el que comienza la segunda parte, acerca de las condiciones existentes a finales de los años noventa aporta elementos valiosos para abordar una respuesta lateral tratando de contestar a otro interrogante: ¿qué condiciones les faltaban a la banca de inversión y a los bancos de inversión para que se desencadenase una crisis?, como la que en efecto se produjo a partir de 2007-2008.

SEGUNDA PARTE:

DEL APOGEO A LA CRISIS DE LA BANCA DE INVERSIÓN

Las otras tres hipótesis de investigación relacionan la propuesta analítica basada en el enfoque institucionalista de las finanzas con los otros tres hechos observados. Primero, a finales de los años noventa desapareció la normativa que impedía el cruce de actividades entre la banca comercial (centrada el negocio de préstamos/depósitos y de fondos monetarios de corto plazo) y la banca de inversión (centrada en la negociación de títulos de valores en los mercados financieros). Segundo, tras unos años de fortísimo desarrollo de la actividad de banca de inversión, en 2008 se desencadenó una grave crisis financiera. Tercero, la crisis afectó al conjunto de los grandes bancos comerciales y de inversión que habían protagonizado la actividad de banca de inversión; entre los principales bancos de inversión, unos desaparecieron y otros perdieron ese estatus jurídico-financiero.

Según esos hechos, tras el fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión durante los años ochenta y noventa, la eliminación de la norma que impedía el cruce de actividades entre los dos tipos de banca marcó un segundo período de cambios importantes. Conforme al enfoque propuesto, desde finales de los años noventa esos cambios habrían generado dos procesos contradictorios, ya que junto a los factores expansivos que fortalecían a la banca de inversión, sus mercados y sus agentes, se habrían desarrollado los factores críticos que alimentaban los riesgos crecientes en los que incurrían esos agentes en esos mercados. Desde una perspectiva sistémica, los cambios que convirtieron a la banca de inversión en el condicionante principal del marco institucional y de la dinámica económica fueron también los que determinaron la crisis de 2008.

La tercera hipótesis plantea que el fuerte desarrollo de la banca de inversión durante las dos décadas precedentes creó las condiciones para que se eliminase la norma que prohibía el cruce de actividades entre las actividades de banca comercial y banca de inversión, lo cual *provocó nuevas mutaciones del marco institucional y de la dinámica económica*.

Con respecto al marco institucional, la sub-hipótesis es que *se produjeron nuevos cambios profundos en la combinación y jerarquía de los componentes normativos e informales*. Y con respecto a la dinámica económica, la sub-hipótesis es que *se produjeron nuevos cambios profundos en las condiciones de financiación de las empresas y de inversión financiera por parte de los poseedores de ahorro*.

La cuarta hipótesis plantea que, tras el fuerte desarrollo de la banca de inversión durante las dos décadas precedentes, la eliminación de la norma que prohibía el cruce de actividades entre la banca comercial y la banca de inversión *tuvo que significar nuevas mutaciones en los mercados de capital y en las entidades (bancos comerciales y de inversión) que operaban en ellos.*

Con respecto a los mercados, la sub-hipótesis es que *los nuevos cambios supusieron otra transformación en las funciones de banca de inversión a través de los instrumentos y las operativas predominantes.* Y con respecto a las entidades, la sub-hipótesis es que *los nuevos cambios fortalecieron la capacidad empresarial y la posición el poder del núcleo de grandes bancos.*

La quinta hipótesis plantea que las mutaciones provocadas durante el apogeo de la banca de inversión y sus vínculos con el marco institucional y la dinámica económica *determinaron simultáneamente el desarrollo de los factores de fragilidad estructural que condujeron a la quiebra financiera de ese núcleo dominante y de esos mercados provocando el estallido de la crisis sistémica en 2008.*

Capítulo 4. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MARCO INSTITUCIONAL INFORMALIZADO Y DINÁMICA ECONÓMICA FINANCIARIZADA

Este capítulo afronta la respuesta a la tercera hipótesis para lo cual analizan las características del marco institucional y de la dinámica económica desde los últimos años noventa. La hipótesis presupone que la decisión del Estado de eliminar la norma que prohibía el cruce entre las actividades de banca comercial y de banca de inversión fue el principal factor transformador que impulsó una nueva fase de desarrollo de la actividad de banca de inversión a través de la modificación del marco institucional y de la dinámica de la economía.

Por lo tanto, la comprobación de la hipótesis con respecto al marco institucional descansa en tres explicaciones principales: 1) la relación entre el desarrollo de la banca de inversión durante las décadas anteriores con la eliminación de la norma que vetaba el cruce de actividades entre banca comercial y banca de inversión, es decir, entre el negocio de la concesión de préstamos y toma de depósitos minoristas y el negocio de los títulos de valores, 2) la existencia de novedades institucionales importantes y 3) la relación entre esas novedades y los cambios entre los componentes normativos e informales del marco institucional.

Igualmente, la comprobación de la hipótesis con respecto a la dinámica económica descansa en otras tres explicaciones centrales: 1) la existencia de novedades importantes en esa dinámica, 2) la relación entre esas novedades y la nueva fase de desarrollo de la banca de inversión y 3) la incidencia de esas novedades con cambios profundos en las condiciones de financiación de las empresas y de inversión financiera de los poseedores de ahorro.

1. CAMBIOS EN EL MARCO INSTITUCIONAL

1.1. Tensión creada tras el desarrollo de la banca de inversión

El escenario financiero que existía en los últimos años noventa denotaba una situación contradictoria. De un lado, los grandes bancos de inversión se habían fortalecido considerablemente, pero su capacidad financiera distaba mucho de la que poseían los grandes bancos comerciales. De otro lado, los mercados de capital eran los más expansivos y los que proporcionaban los mayores beneficios.

Durante las décadas precedentes habían surgido distintas fisuras en la aplicación de la *Glass-Steagall Act* con respecto a la separación de actividades entre la banca comercial y la de inversión. Unas habían aparecido con la expansión de los bonos titulizados (basados en préstamos) que conectaban los mercados de préstamos y de títulos. Lo mismo sucedía con la utilización de derivados de cobertura ante las variaciones adversas de tipos de interés y/o tasas de cambio y con otras operaciones en las que se involucraban entidades comerciales y de inversión. También sucedía con las compras de bonos basura a cargo de las Savings & Loan, que eran entidades de crédito. Otras habían surgido a través de la instalación o la compra de filiales en el extranjero para que realizasen operaciones vetadas en el interior de Estados Unidos. Sin embargo, a pesar de esas fisuras, en lo fundamental se había mantenido la prohibición de que ambas actividades fuesen realizadas por las mismas entidades financieras (Carpenter y Murphy 2010; Dymski 2012; Kregel 2009).

Esa dualidad de entidades, mercados y principales fuentes de beneficio condujo a un episodio crítico que se analiza más adelante, cuando en 1998 el mayor banco comercial, Citigroup, decidió comprar una sociedad financiera como Travelers, lo cual chocaba con la legislación vigente. Se produjo entonces una pugna política y financiera que finalmente desembocó en un hecho crucial: la eliminación en 1999 de aquella norma vigente desde 1933, mediante la aprobación de la *Financial Services Modernization Act*, conocida como *Gramm-Leach-Bliley Act*. Por fin, el mayor núcleo financiero, los grandes bancos comerciales, podría participar plenamente en los negocios (de banca de inversión) que venían generando los mayores beneficios. Para ello la ley requería que efectuasen el trámite de convertirse en *holdings financieros*. Tras ello, el acceso de los grandes bancos comerciales a los negocios de la banca de inversión se llevó a cabo mediante dos procedimientos diferentes.

Unos bancos optaron por la compra de bancos de inversión ya existentes. Es lo que hizo Citicorp adquiriendo Travelers Group, que a su vez era propietario de Smith Barney que antes había absorbido a Salomon Brothers tras su quiebra. Fue también la alternativa por la que optaron tres grandes bancos europeos para penetrar en el mercado de Estados Unidos. Credit Suisse compró First Boston en 1999, una de las firmas líderes; UBS compró Paine Webber en 1995; y Deutsche Bank se hizo en 1997 con Alex Brown & Sons, otra firma líder que antes había absorbido a Bankers Trust tras su quiebra.

Otros bancos optaron por fusionarse entre sí para crear entidades financieras de mayores dimensiones y dentro de estas crearon divisiones dedicadas a la banca de inversión. Nations Bank un banco en crecimiento desde Carolina del Norte adquirió en 1998 otro de mayor tamaño, pero en dificultades y tomó su nombre: Bank of America. Desde Nueva York, Chemical Bank adquirió sucesivamente Manufacturers's Hanover en 1991, Chase Manhattan Bank en 1996 y JP Morgan en 2000 pasando a llamarse JP Morgan Chase.

1.2. Gramm-Leach-Bliley Act

La GLBA fue aprobada en 1999 en el tramo final del segundo mandato de Clinton y por sus consecuencias representó un punto de inflexión definitivo que marcó un antes y un después en la historia de la regulación financiera de Estados Unidos (Carpenter y Murphy 2010; Geisst 2012; Goldberg 2003). En los años previos, el debate parlamentario y las tensiones político-económicas pusieron de manifiesto los dos aspectos fundamentales de la cuestión: la enorme dimensión que había alcanzado el desarrollo de la banca de inversión, como fuente de beneficios y de poder, y la aspiración de los grandes bancos comerciales a participar en esa actividad (Dymski 1999; Macey 2000). Ese propósito exigía la desaparición de la piedra angular del marco institucional creado a partir de la *Glass-Steagall Act*: la separación de las actividades e instituciones entre la banca comercial y la banca de inversión.

La propuesta de acabar con esa norma contó con fuertes apoyos políticos en las dos cámaras. El líder de la fracción republicana, Newton Gingrich ya había batallado con éxito en otros logros a favor de los grandes bancos³⁶. Por el lado de la fracción demócrata, la mayoría adoptó el punto de vista del Secretario del Tesoro, Robert Rubin, que previamente había sido alto directivo de Goldman Sachs y cuando cesó en la Administración fue nombrado alto directivo de Citigroup. Precisamente, el debate y la resolución de la GLBA se produjeron en medio de una situación controvertida que afectaba a ese gran banco comercial, ya que en 1998 Citigroup (entonces Citicorp) anunció la compra del conglomerado financiero Travelers Group. Se trataba de la mayor fusión hasta entonces realizada a escala mundial, pero estaba prohibida por la regulación vigente ya que violaba la norma de separación entre las dos actividades bancarias (FCIC 2011; Partnoy 2003; Heyward 2005). Sin embargo, pese a dicha prohibición, las autoridades decidieron abrir un “periodo de reflexión” para estudiar la situación, que resultó ser precisamente el período en el que se redactó y aprobó la GLBA con lo que la compra de Travelers por Citicorp quedó legalizada y sirvió de trampolín para otras operaciones similares.

La nueva legislación permitía que los holdings creados pudieran comprar o crear subsidiarias dedicadas a operar en los mercados de capital. Exigía, además, que esos *holdings* cumplieran unos requerimientos sobre cuotas de capitalización y tamaño de las subsidiarias que sólo los grandes bancos podían cumplir. Por ese motivo,

³⁶ En 1995, impulsó la ley de “Reforma de demandas de particulares sobre títulos” para limitar la aplicación de la Ley de Bolsa de 1934. El objetivo de la reforma era dificultar las demandas contra las empresas que amañaban con engaños las cotizaciones de las acciones. Para ello contó con un amplio apoyo de las filas demócratas, incluyendo a los responsables económicos de la Administración Clinton. El Presidente vetó la ley, pero se trataba de un mero trámite formal puesto que a continuación el Congreso anuló ese veto con el beneplácito de la mayoría parlamentaria, de los responsables del gobierno y de organismos federales como la SEC.

fueron esos grandes bancos comerciales los que tuvieron acceso al amplio espectro de líneas de negocio de la banca de inversión.

Por su parte, los grandes bancos de inversión no optaron por convertirse en *holdings* financieros, considerando que para realizar la actividad de banca comercial tendrían que adecuarse a unos estándares y unas normas de supervisión de los que carecían en su actividad de banca de inversión. Algunos como Merrill Lynch y Lehman Brothers sí optaron por utilizar otras concesiones, como fue la posibilidad de hacerse propietarios de cajas de ahorros y de otras compañías de crédito (con depósitos de clientes) que les proporcionaban acceso indirecto a las garantías que otorgaba la FDIC sin necesidad de someterse a la supervisión de la Reserva Federal. De ese modo, obtenían una nueva forma de financiación que utilizaron con asiduidad para financiar sus actividades hipotecarias (FCIC 2011: 55).

Por tanto, el cambio sustantivo que provocó la GLBA fue que un pequeño número de grandes entidades comerciales se sumó al núcleo de grandes bancos de inversión, conformando el denominado “Complejo Wall Street”, un poderoso grupo oligopólico de 11 bancos, incluidos tres extranjeros, que dominaría el desarrollo de la banca de inversión, junto con algunas otras entidades financieras como las grandes aseguradoras (Partnoy 2003; Blinder 2014; Cohan 2012). La tabla 4.1 muestra las cotas que ostentaban los once bancos en 2001, al inicio de la nueva fase de expansión de la banca de inversión.

Desde el punto de vista legal, la responsabilidad de regular el comportamiento de los *holding* recayó sobre la Reserva Federal, si bien se le encomendaba que lo hiciera desde un principio denominado de “regulación funcional”. La normativa mantenía que la supervisión de las firmas subsidiarias de los *holding* seguiría estando a cargo de las autoridades competentes en cada tipo de actividad, de modo que aquellas que realizaban banca de inversión lo estaban bajo la SEC y las demás quedaban bajo la autoridad de otros organismos. Ante tal dispersión, la ley asignaba a la Reserva Federal la supervisión del conjunto de cada holding, suponiendo que con ello podría evitarse la concentración de riesgos. Sin embargo, como se analiza en los próximos epígrafes, ese propósito no se correspondía con el convencimiento de las autoridades federales ni con los intereses de los grandes bancos, coincidentes ambos en que debían ser las condiciones de mercado las que determinasen los criterios de auto-regulación de los bancos.

Tabla 4.1. Concentración de poder de los grandes bancos en 2001 (% sobre el total de cada mercado)

	Préstamos sindicados	Suscripción títulos de deuda	Suscripción de acciones	Asesoría y F&A	Bonos municipales	Total
Citigroup	13,2	12,7	11,4	9,8	9,8	10,8
JP Morgan Chase	24,4	8,9	3,4	8,8	8,2	10,4
Merrill Lynch	1,8	10,9	14,3	12,3	9,3	9,6
Goldman Sachs	2,1	7,1	14,2	15,4	5,6	8,4
Morgan Stanley	1,0	6,7	10,4	12,9	7,7	8,2
Credit Suisse	2,0	9,0	10,3	8,8	6,0	7,0
UBS	1,6	6,6	6,9	4,4	7,2	5,6
Deutsche Bank	4,0	6,1	4,0	2,5	7,5	5,3
Lehman Brothers	1,6	7,1	4,3	3,5	6,1	5,0
Bank of America	11,3	4,5	1,3	1,4	3,1	3,8
Bear Stearns	0,2	3,9	0,9	1,9	2,2	2,2
Total 11	63,1	83,5	81,4	81,5	72,7	76,3
Total 11 *	1.330	2.811	349	3.965	4.772	13.228
Total industria *	2.109	3.369	428	4.866	6.566	17.338

* Miles de millones de dólares

Fuente: Smith (2007)

Por tanto, ni la ley, ni sus promotores, ni las autoridades federales tenían otro objetivo que el de depositar en el mercado, es decir, en los componentes institucionales de carácter informal, la garantía de un funcionamiento eficiente que eliminaría la posibilidad de que se produjese una concentración de riesgos financieros. Según las reiteradas expresiones de muchos de sus protagonistas, la GLBA dejaba atrás un marco obsoleto e instituía las reglas eficaces para los mercados financieros del siglo XXI (Goldberg 2003; Markham 2010).

1.3. Expansión del *laissez faire* en la sombra

a) Inhibición de los órganos federales

En primera instancia, cabe distinguir las actuaciones directas de los organismos estadounidenses de las que inicialmente procedían de organismos internacionales,

en particular del Basel Committee Stability Board (BCSB), conocido como Comité de Basilea. Por encargo de los bancos centrales pertenecientes al BIS, este comité estableció unos principios mínimos (*core principles*) con los que regular los riesgos financieros de los bancos. Primero formularon los criterios frente al riesgo de crédito y operacional (acuerdo de 1989) y más tarde frente al riesgo de mercado (Enmienda a dicho acuerdo de 1996), conocido como Basel Accords I. Posteriormente, los criterios se ampliaron mediante la sofisticación de los modelos y las técnicas de medición, dando lugar a los Basel Accords II, considerados como un acuerdo de mínimos que los órganos reguladores de cada país tendrían que decidir cómo implementar. En el caso de EE.UU., la Reserva Federal era el organismo competente para los aspectos de banca comercial y principalmente la SEC para los aspectos de banca de inversión (BCSB 1988, 1996)

Esos acuerdos eran la respuesta dada por las autoridades financieras de los principales países a unos mercados financieros en plena expansión, que experimentaban una acelerada internacionalización de los instrumentos, las operativas y los operadores. Una respuesta que, a juicio de muchos autores, era moderada por su alcance, limitada por su aplicación y mínima por su eficacia (Vilariño 2011ab). Una respuesta que expresaba la renuncia a crear una estructura reguladora interconectada a nivel mundial que hiciera frente al conjunto de riesgos derivados de la internacionalización de los mercados y las entidades financieras. De ese modo, la potestad de implementar los acuerdos de Basilea se sumaba al conjunto de responsabilidades de los organismos federales estadounidenses. Sin embargo, el ejercicio de esas responsabilidades arrastraba las carencias, prejuicios ideológicos y demás aspectos ya presentes en las décadas anteriores y que ahora se acentuaron por tres motivos.

En primer lugar, las debilidades derivadas de la fragmentación y el solapamiento de funciones entre los organismos reguladores se vieron agravadas con una creciente falta de recursos (GAO 2009), la pérdida de funcionarios destacados que eran contratados por los grandes bancos (Greenspan ante la FCIC³⁷ 2011; Partnoy 2003; Lewis 2010) y, sobre todo, por las pugnas abiertas entre los dirigentes de varios organismos, como la que se expone más adelante acerca de la jurisdicción sobre los derivados OTC; o bien la disputa entre algunos de esos organismos y ciertos gobiernos estatales acerca de la ley HOEPA, que también se expone más adelante.

En segundo lugar, la relación ideología-intereses que dominaba en la dirección de esos organismos federales tuvo una influencia aún mayor en el desarrollo de la banca de inversión. La combinación de una profunda convicción en la autorregulación y la eficiencia de los mercados financieros con el atractivo de las “puertas

³⁷ Disponible en

<http://fcic.law.stanford.edu/resource/index/Search.keywords:greenspan/Search.Videos:0/Search.Documents:1/Search.Interviews:0/Search.endmonth:02/Search.endyear:2016>

giratorias” condujo a que los máximos dirigentes del departamento del Tesoro, la Reserva Federal y la SEC perseverasen en una actitud que mantuvieron en 2007-2008, mientras se desencadenaba la crisis (FCIC 2011; Roubini y Mihm 2010; Blinder 2014):

- a. oponiéndose a cualquier iniciativa de establecer normas que efectivamente tuvieran capacidad regulatoria,
- b. negando la posibilidad de que existieran burbujas especulativas y peligros sistémicos,
- c. considerando que las reglas de supervisión debían ser simples recomendaciones,
- d. apoyando de forma incondicional cualquier innovación fruto de la ingeniería financiera,
- e. considerando que siempre favorecían la diversificación de los riesgos y la provisión de liquidez a los mercados, haciendo que fueran más “completos y transparentes”, según declaró Greenspan.

En tercer lugar, también hay que destacar el papel que jugaron la industria académica y los medios de comunicación afines a Wall Street (Herring y Schuermann, 2003; Vilariño, 2000). La adaptación de Basilea II en 2004 estuvo basada en sofisticados modelos matemáticos elaborados por los propios bancos para medir sus requerimientos de capital y sus riesgos, que eran aceptados por los supervisores (FCIC 2011), hasta el punto de que desde la Reserva Federal llegó a calificarse como un “cambio revolucionario”, expresando con ello una manifiesta apología de la (supuesta) precisión de los métodos cuantitativos como garantía contra eventuales peligros. Como sucedía con el personal de la Administración, un buen número de analistas financieros de los medios de comunicación y de académicos no quedaban al margen de las “puertas giratorias”. En unos casos, se trataba de antiguos directivos y técnicos de alto nivel que trabajaban en los grandes bancos y habían pasado a ejercer esas otras funciones profesionales. En otros casos, era tras el ejercicio de esas funciones cuando pasaban a ser contratados como directivos y/o asesores de las entidades financieras. Los casos mencionados en el capítulo 2, sobre los sucesivos secretarios del Tesoro y otros altos responsables, podrían completarse con una larga lista de nombres destacados que hicieron uso de esas puertas giratorias, de las que tampoco estuvo ausente Alan Greenspan quién, después de casi dos décadas como presidente de la FED, se convirtió en asesor financiero de Deutsche Bank, PIMCO y el *hedge fund* Paulson & Co.

b) Profunda informalización institucional

Aunque será en el próximo capítulo donde se analicen los instrumentos y las operativas que dominaron la actividad de banca de inversión en torno al triángulo

formado por las titulaciones de hipotecas *subprime* (MBS-sp), productos estructurados (CDO) y derivados de crédito (CDS), en este epígrafe se avanzan dos características de la ingeniería financiera que resultaron decisivas en esa plena informalización institucional.

○ *Complejidad y opacidad de los nuevos productos financieros.* En una entrevista³⁸ publicada (en Frontline), Stiglitz destacó la importancia de esos dos elementos que de forma interactiva fueron imponiéndose en los mercados financieros. Dos atributos expresamente incorporados por los grandes bancos que creaban esos nuevos productos con el deliberado propósito de fortalecer su posición dominante en los mercados, frente al resto de participantes, incluidos sus clientes, a la vez que permitían desarrollar operaciones situadas al margen de las normas legales y administrativas (Partnoy, 2003; Vilariño 2011a, 2008a; Blinder 2014).

La complejidad técnica de los productos establecía una relación asimétrica entre los departamentos responsables de las líneas de negocio que utilizan esos productos y los clientes (empresas e inversores) que demandaban sus servicios. Sólo un alto nivel de conocimientos matemáticos permitía comprender los modelos con los que se avalaban las virtudes de esos productos, de modo que, carentes de tales conocimientos, la mayoría de los clientes optaban por confiar en las promesas de rentabilidad y de seguridad que ofrecían los bancos innovadores. Al mismo tiempo, la combinación de complejidad y opacidad reforzaba la dificultad de replicar esos productos financieros; lo cual obstaculizaba la entrada de nuevos agentes e incrementaba la cuota de mercado de quienes habían creado esos productos (Vilariño 2011ab; Partnoy 2003). El otro atractivo que se valoraba era la opacidad de los productos al abrigo de la supervisión, bien por la dejación de funciones de los organismos federales, bien por las dificultades que presentaba la complejidad técnica. De ese modo, emisores, inversores e intermediarios eludían los controles públicos, e incluso mediante juegos contables evitaban que sus balances mostrasen ciertas pérdidas. Como puso de manifiesto Brooksley Born, presidenta de la CFTC en 1998 las autoridades desconocían zonas cada vez más amplias de lo que sucedía en los mercados de derivados OTC.

En efecto, el limitado conocimiento de los productos y de las contrapartes finales de muchas operaciones entrañaba una profunda ignorancia acerca de la magnitud y de las zonas de los mercados en los que se concentraban los riesgos. Más aún con la proliferación de vehículos de inversión y de titulización que daban lugar a múltiples transacciones en las que participaban sociedades interpuestas situadas en aquella *shadow banking*, analizada en el próximo capítulo.

³⁸ Disponible en <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/warning/interviews/stiglitz.html>

○ *Iliquidez estructural de los nuevos productos.* El Financial Accounting Standards Board (FASB) es el organismo privado designado por la SEC que establece las normas y principios de contabilidad financiera de las empresas (*Generally Accepted Accounting Principles*), para que los inversores dispongan de información fiable con la que tomar sus decisiones. Ante el surgimiento de nuevos productos financieros el FASB aceleró la transición desde la contabilidad tradicional de los instrumentos a coste histórico hacia la contabilidad a valor razonable (VR) que toma en cuenta los cambios en los precios de mercado de cada producto. Esa contabilidad a VR (sobre todo de productos con liquidez residual como los derivados de crédito o los productos estructurados) es imprescindible para una adecuada contabilización y estimación de los riesgos, convirtiéndose en un concepto central para las entidades financieras (Vilariño 2008a, 2008b; FASB 2010). Para ello, se clasifica a los productos en tres niveles según su grado de liquidez.

El primer nivel recoge los productos valorados con precios observables, como son los instrumentos líquidos que se cotizan en mercados activos. El tercer nivel incluye los instrumentos que carecen de mercados activos y por tanto de liquidez y se valoran mediante distintos modelos o técnicas de valoración, dependiendo de la naturaleza del instrumento financiero. Entremedias, el segundo nivel abarca los productos cuyo VR se obtiene mediante la combinación de precios observados y modelos. Por tanto, las dificultades de estimación del VR se refieren a los instrumentos clasificados en los dos últimos niveles, ya que están sujetos a estimaciones mediante modelos que incorporan elevadas dosis de discrecionalidad ya que están contruidos en base a hipótesis ideales, donde se introducen conceptos teóricos inexistentes en la práctica de los mercados o suponiendo que determinados parámetros existen y son constantes). Dificultades añadidas surgen también a la hora de estimar el riesgo de contraparte (*default*) de tales instrumentos que se añadiría posteriormente al VR obtenido, por el hecho de que los principales inputs de estos modelos son variables imposibles de contrastar, como por ejemplo la probabilidad de *default* y la pérdida sobrevenida en caso de incumplimiento. Esta limitación es insuperable para instrumentos que no coticen en un mercado activo y hace que el tratamiento de esas variables se establezca mediante acuerdos entre los organismos reguladores y las entidades financieras; una negociación que dista mucho de ser un dato técnico, objetivo y generalizable. Por la misma razón, tampoco existe un criterio objetivo para distinguir los productos que forman parte de los niveles 2 y 3 (GAO 2009; FASB 2010; Vilariño 2008a).

Por tanto, la proliferación de productos financieros ilíquidos surgidos de la ingeniería financiera, sin mercados activos que proporcionasen precios de referencia, contribuía a extender las prácticas y las reglas de comportamiento de carácter discrecional, surgidas de convenciones y/o negociaciones ad hoc en los propios mercados. En ese sentido, se trataba de comportamientos generadores de incentivos tendentes a depositar una confianza no razonable en modelos

cuantitativos para valorar diariamente instrumentos con liquidez residual a los que se confería atributos de casi infalibilidad.

1.4. Una ley para prohibir la regulación de los derivados: CFMA

La aprobación en diciembre de 2000 de la Commodity Futures Modernization Act (CFMA) podría considerarse un acto legal sumamente paradójico, ya que su objetivo no era instituir nuevas normas, ni eliminar otras existentes (como hizo la GBLA), sino prohibir que en el futuro pudieran establecerse normas que regularan el funcionamiento de los derivados financieros. Como se explica a continuación, su importancia radica en dos aspectos: de un lado, puso de relieve el poder alcanzado por los grandes bancos y la supeditación del Estado a dicho poder actuando de acuerdo con los intereses de Wall Street; y de otro lado acarreó graves consecuencias en el desencadenamiento de la crisis financiera.

El origen del debate fue la propuesta presentada desde la Commodities Futures Trading Commission (CFTC) para que se actualizase la regulación de los productos derivados que recogía la *Commodity Exchange Act* (CEA) aprobada en 1936 y reformada en 1974. Esta ley establecía un marco normativo para el comercio de materias primas que disponían de mercados (*commodities*) y la reforma de los años setenta incorporó nuevas normas sobre los primeros instrumentos financieros que se basaban en esas *commodities* que se negociaban en mercados organizados bajo la supervisión de la CFTC (FCIC 2011: 46).

Pretendiendo ejercer su responsabilidad, en 1996 la presidenta de la CFTC, Brooksley Born, expresó la necesidad de regular los derivados financieros debido tanto al auge desmesurado de los productos que se negociaban *over the counter* (OTC), sin mercados organizados, como a los escándalos que sus usos indebidos habían provocado los años anteriores. En 1998 la CFTC emitió un informe en el que proponía regular la utilización de los derivados OTC e instaba a los mayores *dealers* de esos mercados a aportar mayor información sobre sus actividades en dicho mercado, sobre el que la CFTC tenía un conocimiento muy limitado.

La publicación de aquel informe suscitó la oposición inmediata del *lobby* de intereses vinculado a Wall Street y, lo que resultó inaudito, la respuesta conjunta de los presidentes de los tres máximos organismos financieros (Departamento del Tesoro, Reserva Federal y SEC), Robert Rubin, Alan Greenspan y Arthur Levitt, los cuales enviaron una durísima carta al Congreso oponiéndose a la propuesta de la CFTC (US Department of Treasury³⁹ 1989). Dicha carta recogía los argumentos con

³⁹ Joint statement by Treasury Secretary Robert E. Rubin, Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan and Securities and Exchange Commission Chairman Arthur Levitt disponible en: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/rr2426.aspx>

los que posteriormente la ley se opondría a regular el mercado de derivados. El debate se concentró en el *The President's Working Group* (PWG), creado para hacer propuestas sobre temas financieros y del que formaba parte Born, pero desde junio de 1999 la posición del grupo pasó a ser monolítica cuando ella presentó su dimisión y el nuevo presidente de la CFTC, William Rainer, apoyó los planteamientos de los otros dirigentes; entre los que Larry Summers había sustituido a Rubin en la Secretaría del Tesoro.

Los argumentos previos de Born habían quedado refrendados por la quiebra del LTCM, un *hedged fund* que había concentrado sus riesgos en derivados OTC. Sin embargo, el informe final del PWG⁴⁰ (FCIC 2011) se opuso a que los derivados tuvieran una nueva normativa (lo que equivalía a que de mantuvieran a la sombra) y a que la CFTC tuviera competencias sobre esos productos financieros (salvo en los derivados de *commodities* agrícolas). Proponía incluso que se vetara a la CFTC para adoptar cualquier decisión financiera sin contar con el consenso del Tesoro, la FED y la SEC, negándose también a que se fiscalizara la actividad de las filiales creadas por los grandes bancos para operar en los mercados OTC. Sus principales argumentos eran que:

- a. ningún operador tenía capacidad para manipular los precios
- b. los operadores estaban altamente profesionalizados, por lo no se necesitaba proteger a los inversores minoristas
- c. la regulación haría perder competitividad a las firmas financieras de Estados Unidos frente a las europeas y asiáticas
- d. debían ser los *dealers* quienes estableciesen un modo de funcionamiento basado en la auto-regulación.

Paralelamente, las dos cámaras del Parlamento contaban con numerosos defensores de esos argumentos, entre ellos el senador Phill Gramm, presidente del Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, cuya posición era todavía más radical a favor de la liberalización y en contra de cualquier regulación. Por ese motivo, su intervención favoreció que la propuesta de ley debatida y aprobada (GLBA) contuviese medidas más drásticas que las del PWG. A la vez, en virtud de su cargo, pudo acelerar al máximo los debates para que la ley fuera aprobada el 21 de diciembre, es decir, sólo un mes antes de que la Administración Clinton (plenamente favorable) acabase su mandato. El propio Presidente Clinton declaró que "*The Glass-Steagall law is no longer appropriate to the economy*".

⁴⁰ El informe conjunto se puede consultar en:

<https://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/otcact.pdf>.

El informe de la CFTC en:

<http://www.cftc.gov/opa/press98/opamntn.htm>.

La posición crítica de Levitt en:

<https://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0998.htm>.

Finalmente, la intervención de Gramm, Bliley y Leach, los artífices del proyecto aprobado, logró que la nueva ley eliminase de forma taxativa la posibilidad de que los mercados OTC funcionaran con una cámara de compensación y con contratos estandarizados. También recogió de manera explícita el apoyo a la existencia de derivados basados en metales, energía y otras *commodities*. Por último, se prohibía que la CFTC tuviera cualquier atribución sobre esos productos, e incluso que la SEC pudiera dictar normas para el mercado de los swaps.

De ese modo, la CFMA refrendó tres evidencias: 1) la debilidad de la CFTC frente a la FED, el Tesoro y la SEC, quedando relegada a ser un organismo supervisor de segundo rango; 2) el alineamiento de los dirigentes de esos organismos con los intereses de los grandes bancos (complejo Wall Street); 3) la plena aceptación de que el mercado de derivados quedase a expensas del exclusivo dominio de componentes informales sin cortapisas regulatorias⁴¹.

1.5. Desactivación de otras normas

a) Broker Dealer Lite y modificación de la Regla Neta de Capital

La Release 34-40594, conocida como Broker Dealer Lite, fue aprobada por la SEC en 1998 como primera aproximación de cómo aplicar Basilea II a los *dealers* que operaban con derivados OTC, que sobre todo eran los grandes bancos de inversión. Su objetivo declarado era el de incentivar a esos bancos para que retornaran a Estados Unidos los negocios OTC que sus filiales realizaban en el exterior (Levitt⁴² 1998). Sin embargo, esa decisión fue cuestionada por la CFTC, señalando que con esa norma se autorizaban operaciones que no estaban permitidas por la CEA en vigor.

De ese modo la BD Lite fue la precursora de la reforma que la SEC aplicó en 2004 y que tuvo más trascendencia sobre requerimientos de capital de los bancos de inversión, vigentes desde 1975 y analizados en el capítulo 2 (Herring y Schuermann 2003; SEC 2004). La reforma pretendía adecuar los estándares fijados por Basilea II para calcular los riesgos de mercado y de crédito asociados a la utilización derivados (denominado riesgo de contraparte). Para ello se estableció el programa *Consolidated Supervised Entities* diseñado expresamente para los cinco grandes

⁴¹ Una primera consecuencia de la CFMA se pudo constatar a raíz del escándalo de la firma Enron, quebrada por sus fraudulentos negocios con derivados sobre energía en mercados OTC. En adelante, los vacíos regulatorios serían conocidos como “el resquicio de Enron” (*Enron Loophole*).

⁴² Testimony of Chairman Arthur Levitt, Before the Senate Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, Concerning the Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Market and Hybrid Instruments, July 30, 1998 disponible en: <https://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0998.htm>

bancos de inversión (con capital neto tentativo superior a 5 mil millones de dólares), introduciendo los estándares de Basilea para el compute de los requerimientos de capital para las posiciones de negociación de los bancos de inversión al estilo de la banca comercial, como también la necesidad de que las firmas matrices consolidasen los balances incluyendo a sus subsidiarias (Rosato, 2011; GAO 2007: 11-15 y 22-25)⁴³.

En primera instancia, parecía que ese cambio supondría una regulación más estricta de las reglas que deberían cumplir los bancos y supervisar los organismos federales. Sin embargo, su aplicación efectiva significó lo contrario debido a que la regla introdujo concesiones que permitían a los bancos calcular los requisitos de capital contabilizando los derivados según sus propios modelos internos, que supuso una exención con respecto a los cálculos de capital establecidos en ley de 1975 analizados en el capítulo 2. De ese modo, debido a la confianza que había en la posibilidad de estimar probabilidades de default y otros parámetros incontrastables en la práctica, como también a la creencia de que los supervisores fueran capaces de controlar con precisión los sistemas internos de los bancos y el cumplimiento con las exigencias establecidas, los bancos utilizaban métodos que surgieron como el producto de un diseño equivocado de la metodología de medición de riesgos. Como resultado, la FCIC (2011: 179-180) estimó que tras incorporarse al programa los cinco grandes bancos de inversión lograron disminuir esos requisitos en un 40% entendiéndose así por qué, siendo voluntaria la incorporación, los bancos la habían solicitado a la SEC de forma incluso anticipada (GAO 2009). Después también lo hicieron los departamentos de inversión de Citigroup y JP Morgan. A la vez, otras decisiones de la SEC (como la de aceptar la incorporación de Bear Stearns al programa sin que hubiera impuesto límites en su modelo VaR para el cálculo del riesgo de mercado a nivel general de la firma, y presentando unos escenarios de estrés sumamente optimistas pese a la elevada concentración de activos de riesgo y a su alto apalancamiento) dejaron patente la escasa disposición supervisora de aquel organismo (FCIC 2011; Rosato 2011).

Como venía sucediendo desde los años ochenta, la reducción de las exigencias de capital implicaba un ahorro de capital (disponible para ser invertido) y mayores posibilidades de apalancamiento (Jorion 2009; Coffee 2009; Blinder 2014; Stiglitz 2010). Según la SEC, el apalancamiento no aumentó e incluso se fijó un límite de 12:1 para los grandes bancos, que antes no existía (Sirri⁴⁴ 2009), además de señalar que

⁴³ La implementación de Basilea II para los bancos comerciales con actividad internacional fue más restrictiva (GAO 2007: 44) y tardó casi cuatro años en ponerse en marcha ya que los organismos federales consideraban que su aplicación supondría unas reducciones inaceptables de esos requerimientos de capital.

⁴⁴ Speech by SEC Staff: Remarks at the National Economists Club: Securities Markets and Regulatory Reform by Erric Sirri, Washington, D.C. April 9, 2009 disponible en: <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch040909ers.htm>

Basilea II no ponía el acento en el apalancamiento sino en los niveles de capital (neto tentativo) para computar los mínimos requeridos, lo cual fue cumplido por las grandes entidades en los niveles fijados de 5.000 millones⁴⁵.

Sin embargo, la ratio 12:1 excluía del cómputo componentes importantes de los balances como eran las operaciones repos de endeudamiento con las que los bancos financiaban a corto plazo sus transacciones en títulos y, sobre todo, aquel límite fue claramente incumplido por los grandes bancos, que llegaron a alcanzar ratios de 30:1 o superiores. Los datos (expuestos en el capítulo 6) muestran que las ratios de esos bancos disminuyeron a principios de los 2000, pero volvieron a elevarse a partir de 2004 cuando entró en vigor el programa CSE. Además, como señala (Vilariño 2011a, 2000) el tema fundamental no era la cuantía de capital de cada entidad sino la distribución de sus inversiones según el grado y el tipo de riesgo que presentaban. En ese sentido, era patente que tanto los bancos y sus modelos como la actitud de los supervisores no valoraban adecuadamente los riesgos financieros, particularmente los asociados a las inversiones con escasa o nula liquidez y otros riesgos que no se computaban adecuadamente⁴⁶.

En ese sentido, Trujillo (2011: 176, nota 15), aporta evidencia de elementos de endogeneidad entre el mercado primario (de hipotecas) y el secundario (de titulizaciones), que muestran cómo la relajación de los requisitos de capital introducidos por la SEC en 2004 amplió la acumulación de riesgo de ciertos grandes bancos, dando lugar a un incremento de la demanda de hipotecas *subprime* con el objetivo de generar mayores volúmenes de bonos de titulización.

b) Neutralización de la HOEPA

La *Home Ownership And Equity Protection Act* (HOEPA) fue una enmienda adoptada en 1994 a la *Truth In Lending Act* (TILA), para actuar contra prácticas abusivas en el mercado hipotecario, como eran los préstamos y las refinanciaciones con altos tipos de interés y el cobro de comisiones abusivas (FCIC 2011). Era una norma importante teniendo en cuenta el auge de los préstamos hipotecarios y de los productos financieros surgidos a partir de esos préstamos.

⁴⁵ El capital tentativo se define en el párrafo (c)(15) de la regla neta 15c3-1 como “el capital neto antes de las deducciones por riesgo de mercado y de crédito calculados según el apéndice E. se puede consultar en Appendix E to SEC Rule 15c3-1 (17 CFR 240.15c3-1e) disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/2013/34-71194.pdf>

⁴⁶ Tras años en los que los principales cargos directivos de la SEC (Cox, Donaldson, Kotz y Sirri) siguieron defendiendo que el programa CSE endureció la regulación sobre los cinco bancos de inversión, después de septiembre de 2008 tanto Christopher Cox como Mary Schapiro (ex y actual presidentes de la SEC) reconocieron que había sido un rotundo fracaso (FCIC 2011).

La ley estaba enfocada contra prácticas depredadoras tanto de prestamistas en origen (*lenders*) y sus subsidiarias como de otras entidades crediticias independientes (FCIC 2011). La supervisión era compartida por la Federal Trade Commission (FTC) para las firmas subsidiarias y por la *Office Of The Comptroller Of The Currency* (OCC) en el caso de las matrices. A la vez, la Reserva Federal era el principal supervisor del mercado hipotecario en la medida que tenía a su cargo el control de los *holdings* financieros, que eran los responsables de la mitad de esos préstamos hipotecarios, destacando Bank of America, Citigroup, Countrywide, National City y Wells Fargo, junto con la mayor caja de depósitos (*thrift*), Washington Mutual (FCIC 2011).

Ya en 2001, los informes de la HOEPA y de otros organismos advertían sobre el crecimiento de prácticas anómalas en el mercado hipotecario (FCIC 2011) y solicitaban la intervención de la FED para corregirlas. Sin embargo, los responsables de este organismo ignoraron esas peticiones con el argumento de que no querían “desanimar el crecimiento del mercado hipotecario” (Gramlich⁴⁷ 2002 en FCIC 2011). En 2005 apenas el 1% de las hipotecas *subprime* tenía cobertura legal (bajo la HOEPA), debido a que el límite inferior fijado para el tipo de interés de los préstamos hipotecarios era demasiado alto⁴⁸, lo que dejaba fuera de control a la mayor parte de los créditos *subprime* concedidos (FCIC 2011: 77).

Dos tipos de fallos regulatorios particularmente importantes comenzaron a destacar. De un lado, prestamistas independientes (no subsidiarias de bancos comerciales), como Ameriquest y New Century, que llevaban a cabo prácticas crediticias muy agresivas, estaban obligados a cumplir las normas establecidas por la HOEPA pero no estaban bajo la supervisión de ningún organismo. Según Gramlich (2002) era como “una ciudad con ley penal, pero sin policía”. De otro lado, las firmas subsidiarias de los bancos estaban a cargo de la FTC, pero como este organismo carecía de los recursos para cumplir su función fue la FED quien asumió la tarea supervisora (FCIC 2011: 95), si bien lo hizo con el escaso interés con el que veló por el cumplimiento de las demás normas de la HOEPA. Los directivos de la Reserva Federal no ocultaban que su prioridad era el desarrollo del mercado hipotecario y estaban convencidos de la capacidad autorreguladora de las propias entidades que otorgaban los préstamos. En palabras de Alan Greenspan, supervisar de manera continua a las firmas crediticias subsidiarias de los grandes bancos podía crear un terreno de juego desigual con respecto a aquellas entidades independientes que no estaban supervisadas, a la vez que reconocía la carencia de medios para ejercer esa

⁴⁷ Fed Governor Edward M. Gramlich, “Predatory Lending,” comentarios realizados en la Housing Bureau for Seniors Conference, 18 de enero de 2002.

⁴⁸ Diez puntos porcentuales por encima del tipo de interés de los bonos de Tesoro estadounidense.

supervisión (FCIC 2011; GAO 2007, 2009; Comparecencia de Greenspan ante la FCIC⁴⁹).

De manera rotunda, esa dejación de responsabilidades se puso de relieve cuando 29 gobiernos estatales se mostraron dispuestos a poner en marcha medidas similares a las que recogía la HOEPA para afrontar las irregularidades del mercado de hipotecas *subprime* en sus territorios. Esa iniciativa se encontró con la oposición frontal de los organismos federales, OCC y OTS, que acusaron a las autoridades estatales de traspasar sus atribuciones ya que la supervisión de las subsidiarias de bancos y cajas de ahorro de ámbito nacional quedaban bajo la jurisdicción federal. Esa actitud beligerante que se comprende mejor si se tiene en cuenta que la financiación de esos dos organismos procedía de las aportaciones que realizaban los bancos y cajas a los que tenían que supervisar. Mediante las reglas de derecho preferente (*preemptive rules*), ambos organismos lograron que los bancos nacionales con subsidiarias en los territorios de esos estados no tuvieran que someterse a la legislación de ámbito estatal (FCIC 2011). De ese modo, las *preemptive rules* consiguieron que no se prohibieran prácticas como los préstamos con pago global (*ballon payment mortgage*)⁵⁰ y otras anómalas condiciones incorporadas a los préstamos *subprime*. Por ello, organismos federales como la OCC y la OTS contribuyeron a la degradación de los estándares con los que se realizaba la concesión de los préstamos hipotecarios (FCIC 2011: 154). Según Madigan, en FCIC: 141), en esos años se produjeron los peores abusos en el otorgamiento de préstamos hipotecarios de la historia de EEUU.

c) La inaplicada Sarbanes-Oxley Act

Tras los escándalos que siguieron al estallido de la burbuja bursátil (Enron, Tyco Int., Global Crossing, World Com, Peregrine Systems), en 2002 el Congreso aprobó una ley, conocida como *Sarbanes-Oxley Act* (SOA) para mejorar el control público de las empresas que cotizaban en bolsa y para proteger a los inversores que adquirían los títulos de esas empresas. Con ello se pretendía evitar fraudes como la manipulación de la contabilidad y la engañosa valoración de las grandes empresas y de sus filiales que, finalmente, habían conducido a su bancarrota y habían ocasionado fuertes pérdidas a los inversores.

⁴⁹ Alan Greenspan Written Testimony (FCIC 2011) disponible en:

<https://fcic.law.stanford.edu/resource/index/Search.Videos:1/Search.Documents:1/Search.Interviews:1/Search.endmonth:10/Search.endyear:2016/Search.Footnotes:6.51>

⁵⁰ Un tipo de préstamos subprime que no requería el pago de interés o principal durante un periodo inicial preestablecido, lo cual implicaba que posteriormente se produciría una acumulación de pagos al final del plazo del préstamo que previsiblemente muchos prestatarios no podrían desembolsar.

La Public Company Accounting Oversight Board se encargaría de supervisar las auditorías de las compañías cotizadas en la bolsa, a la vez que se establecieron nuevas exigencias para que las empresas incrementaran los controles internos sobre su situación financiera y la transparencia con la que informaban al público. Aumentaba también la responsabilidad de los altos ejecutivos para que garantizaran esas condiciones, mientras que se les prohibía que recibieran préstamos personales de las empresas y se les exigía mayor información sobre las acciones y los derechos de compra de acciones (*stock options*). Por último, se estableció que otra agencia se encargara de garantizar ciertos derechos económicos y legales para los empleados de las empresas que incurrieran en fraudes que conducían a la bancarrota (FCIC 2011; Partnoy 2003; Morrisson y Wilhelm 2007).

Sin embargo, como se pudo comprobar en los años posteriores, la mayoría de esas medidas no se llevaron a efecto, principalmente porque no se introdujo ninguna de las condiciones que deberían favorecer su aplicación. De un lado, se mantuvo el conflicto de intereses derivado de que las compañías auditoras y las empresas a las que auditaban. Por tanto, no existía ninguna garantía de que pudiesen mejorar la veracidad y la calidad de la información auditada para después trasladada al público. De otro lado, las exigencias formales a los cargos ejecutivos tampoco se respaldaron con mecanismos efectivos de supervisión, por lo que ni siquiera se llegaron a fijar los criterios que debían reglamentar la utilización de *stock options* y el cálculo de sus efectos en la valoración contable de las empresas. Finalmente, la posible responsabilidad penal de los directivos queda disipada por la evidencia de que ni antes ni después del estallido de la crisis de 2008 ningún alto directivo de los grandes bancos ha sido juzgado por delitos cometidos, lo cual revela con claridad la inoperancia de aquella ley. A la vista de todo ello, cabe considerar que se trató de una ley cosmética que propuso la Administración Bush para eludir su propia responsabilidad y su estrecha vinculación con algunos de los directivos implicados en aquellos escándalos⁵¹.

1.6. Resultado 5. Un marco institucional plenamente desregulado

El análisis de los anteriores apartados aprueba argumentos y evidencias consistentes que permiten sostener que:

1. La *Gramm-Leach-Bliley Act* respondió a la correlación de fuerzas financieras y políticas que se había creado al cabo de dos décadas de fuerte desarrollo de la banca de inversión.

⁵¹ Como ejemplo, sirve el hecho de que apenas unos meses después de que estallara el escándalo de Enron, algunos de sus directivos pasaron a trabajar en la Administración Bush.

2. Esa ley se convirtió en el principal factor transformador del marco institucional al autorizar la plena participación de los grandes bancos comerciales en la actividad de banca de inversión.
3. A partir de ese momento la actividad de banca de inversión careció de componentes normativos de relevancia: unos fueron eliminados por las nuevas leyes y demás normas aprobadas, mientras que otros quedaron desactivados por la inhibición y la incapacidad de los organismos federales para garantizar su adecuado cumplimiento
4. Como consecuencia, el marco institucional quedó plenamente dominado por los componentes informales, como reflejo de las relaciones de poder que ostentaban los grandes bancos comerciales y de inversión.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que *desde finales de los años noventa, se produjo una nueva mutación del marco institucional que pasó a estar plenamente dominado por sus componentes informales.*

De ese modo, la GLBA fue el episodio definitivo que plasmó el dominio de los grandes bancos (complejo Wall Street) sobre la banca de inversión y la posición subalterna de los poderes públicos ante ese poder financiero, a través de:

- La aprobación de la CFMA cuyo cometido era evitar que se pudieran establecer normas que regulasen ciertos derivados.
- La permisibilidad con la que aceptó la expansión de productos financieros opacos y sin posibilidad de valoración objetiva que permitiera la supervisión de los organismos federales.
- La inhibición de esos organismos federales ante las crecientes evidencias de irregularidades e incumplimientos legales (HOEPA, RNC, SOA), sobre todo en la concesión de préstamos hipotecarios y en el funcionamiento de los mercados financieros basados en esos préstamos.

Consecuentemente, la primacía de los componentes informales que se había ido consolidando durante las décadas anteriores encontró factores multiplicadores que dieron lugar al pleno dominio en el marco institucional de la actividad de banca de inversión. Consecuentemente, la ausencia de ciertas normativas y la inaplicación de otras hicieron que el conjunto de la actividad de la banca de inversión pasara a regirse por prácticas, estímulos y reglas de actuación instituidas directamente por los agentes privados que participaban en los mercados de dinero y de capital.

2. CAMBIOS EN LA DINÁMICA ECONÓMICA

2.1. Las bases de un crecimiento con “dos caras”

Durante la segunda mitad de los años noventa, la economía registró un comportamiento favorable en términos de crecimiento y estabilidad (Blinder y Yellen, 2001; Frankel y Orszag, 2002). Los buenos resultados del crecimiento económico se pueden resumir en tres rasgos principales: a) el PIB crecía por encima del 4% anual; b) la demanda privada interna crecía casi dos puntos porcentuales más que el PIB, impulsada por el consumo y, sobre todo, por la inversión fija no residencial que lo hacía al 10% anual; c) la productividad del trabajo crecía al 2,5% anual a la vez que el empleo aumentaba al 2%⁵².

Ese crecimiento era compatible con un grado de estabilidad macroeconómica interna como no se conocía desde hacía muchas décadas. El desempleo descendió hasta situarse en torno al 4% de la población activa por primera vez desde finales de los años sesenta. El déficit público se redujo hasta convertirse en 1999 en un superávit del 1,4% PIB, hecho desconocido desde finales de los años cuarenta. Los precios registraban aumentos moderados, que oscilaban entre el 1% y el 2% anual, lo que también era desconocido desde los años sesenta (Council of Economic Advisers, 2000).

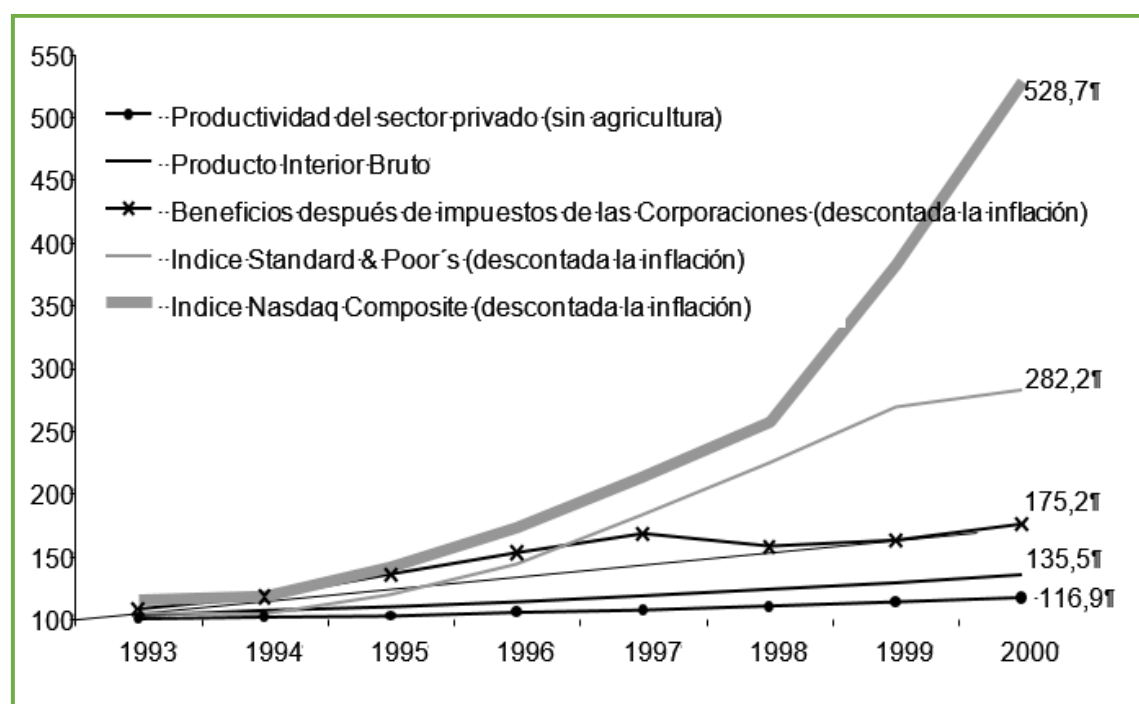
La dinámica favorable en términos de crecimiento y estabilidad monetaria se reflejaba en los resultados empresariales a través de las cifras de ventas y beneficios. Los índices bursátiles al alza corroboraban esos resultados, si bien desde 1997 la magnitud de las subidas desvelaba que las cotizaciones se habían adentrado en la espiral especulativa que caracteriza a las burbujas financieras. Desde 1995 a 1999 el índice Standard & Poors-500 incrementó su promedio anual en torno a un 150%, mientras que Nasdaq triplicó el suyo; subidas que no guardaban ninguna correspondencia con el comportamiento real de las empresas y del conjunto de la economía (Arestis y Karakitsos 2004; Brenner 2002; Schiller 2000). El gráfico 4.1 muestra cómo desde que en 1992 la economía recuperó la senda de crecimiento, las variables mencionadas mantuvieron una notable correspondencia hasta que 1997 los incrementos del PIB, la productividad y los beneficios empresariales quedaron empequeñecidos si se les comparaba con los que alcanzaron los índices de cotización de S&P y más aún Nasdaq.

La burbuja bursátil hizo que entre 1995 y 1999 la revalorización de las acciones negociadas junto con las de nueva emisión elevaran el valor de mercado de las corporaciones no financieras de 6,4 a 14,5 billones de dólares y el de las

⁵² Los anteriores datos están calculados a partir de Bureau of Analysis Economic (BEA), U.S. Economic Accounts, disponibles en: <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>

corporaciones financieras de 1,3 a 2,9 billones (Federal Reserve System, 2014). Sin embargo, aquella “exuberancia irracional”, según el término acuñado por Schiller (2000), encontró su techo en la primavera de 2000 dando paso a un brusco y prolongado descenso de los índices hasta 2003.

Gráfico 4.1. Indicadores de producción, beneficios y cotizaciones bursátiles: 1993-2000 (Índice 1992 = 100)



Fuente: tomado de Palazuelos (2002: 72)

De ese modo, omitiendo la existencia de aquella burbuja, el último Annual Report presentado por el Council of Economic Advisers del Presidente Clinton, publicado a comienzos de 2001, destacaba que los resultados alcanzados merecían el calificativo de “Economía Récord”. Sin embargo, esos resultados favorables eran sólo una de las dos caras que presentaba la economía ya que iban acompañadas de otras características igualmente importantes relacionadas con el comportamiento del crédito y de los activos financieros (Kripper, 2005; Orhangazi, 2008), con la estructura productiva y con la inserción de la economía en los mercados internacionales.

a) Expansión de la deuda privada interna

La tabla 4.2 muestra cómo los préstamos tomados anualmente por los hogares se incrementaron en un 67% entre 1995 y 1999, mientras que los de las empresas no

financieras lo hicieron en un 112%⁵³; incrementos ambos muy superiores a los que había contraído con anterioridad. Pero aún resulta más ilustrativo el crecimiento registrado por el total de las obligaciones de pago, que en los hogares aumentó en 1,7 billones (un 33%) y en las empresas en 7,2 billones⁵⁴ (un 40%), en este caso no tanto por la vía de los préstamos sino en mayor medida a través de la emisión de bonos corporativos, poniendo de manifiesto su mayor orientación hacia los mercados de capital. De ese modo, el dinamismo interno del consumo y de la inversión se vinculó cada vez más al fuerte endeudamiento de los hogares y, más aún, de las empresas, favorecido por tres elementos principales.

El primero fue un escenario monetario cuya prioridad era proporcionar liquidez a la economía. Entre 1995 y 1999 el agregado monetario medido por M2 elevó su promedio diario de 3,6 a casi 4,7 billones de dólares y M3 lo hizo de 4,6 a 6,5 billones, lo que suponía ritmos anuales de crecimiento entre el 8% y el 10%. Eran años en los que los tipos de interés descendieron hasta situarse por debajo del 5% en el caso de la tasa de los fondos federales y más bajo aún en el caso de la tasa de descuento aplicada por la Reserva Federal de Nueva York desde 1998.

El segundo factor fue la revalorización de los activos al calor de la burbuja bursátil (tabla 4.2), lo que inducía a minusvalorar la importancia del rápido aumento de las deudas y a reproducir el apalancamiento de hogares y empresas. Entre 1995 y 1999, el valor de los activos financieros de los hogares se incrementó en 11,8 billones de dólares a los que se añadieron otros 3,5 billones de incremento en el valor de los activos no financieros (inmobiliarios, principalmente). Por tanto, ese fuerte aumento de los activos mostraba el extraordinario incremento de las oportunidades de inversión por parte de los hogares, sobre todo en los de rentas medio-altas y altas que eran los grandes poseedores de ahorro que invertían en riqueza financiera. De esa manera, a pesar del fuerte incremento de las deudas, la burbuja creó un “efecto riqueza” que amplió la diferencia entre los activos y los pasivos, dando lugar a un aumento de la riqueza neta cercano a los 14 billones que de forma mayoritaria se concentraba en los hogares con mayores ingresos⁵⁵. En el caso de las empresas no financieras, el valor de sus activos financieros aumentó en 3,8 millones y los demás activos (donde predominan los equipos e instalaciones) lo hicieron en 3,7 billones,

⁵³ Únicamente las Administraciones públicas moderaron sus cifras de préstamos en la medida en que el gasto público (tanto la demanda de consumo e inversión como las transferencias) experimentaron un lento crecimiento durante aquellos años, lo que redujo sus necesidades de financiación.

⁵⁴ Tres cuartas partes correspondían a bonos y préstamos de las corporaciones cotizadas en bolsa; el resto eran pasivos de empresas no cotizadas. Fuente: FRS.

⁵⁵ Cabe recordar la exagerada desigualdad con la que se distribuyen esos activos financieros entre los hogares. El 1% de los hogares más ricos, al que pertenecen las grandes fortunas, concentra más del 40% de dichos activos. Si se agrega el otro 9% de hogares que forman el decíl más alto (tramo 91-100) entonces la cuota sube por encima del 80%. Fuente: Anuario The State Working in America, elaborado por el Economic Policy Institute y publicado por Cornell University Press.

por lo que una vez deducido el incremento de su pasivo el efecto riqueza fue inferior al medio billón de dólares de dólares.

El tercer factor fue el comportamiento del sector financiero. Mientras sus activos (financieros casi en su totalidad) se incrementaban en 13,3 billones de dólares, su pasivo lo hizo en 14,5 billones, por lo que en términos de saldo se produjo una reducción de su riqueza neta de casi 1,3 billones. Ese efecto de endeudamiento neto se derivaba de la dinámica de apalancamiento en la que incurrieron tanto los grandes bancos como los múltiples intermediarios y vehículos de inversión que proliferaron durante el período.

Tabla 4.2. Préstamos tomados y activos y pasivos de los agentes privados en 1995 y 1999 (miles de millones de dólares)

	1995	1999
Préstamos		
<i>Hogares</i>	323	539
<i>Empresas no financieras</i>	150	318
<i>Entidades financieras</i>	230	257
Pasivo		
<i>Hogares</i>	5.048	6.754
<i>Empresas no financieras</i>	17.950	25.117
<i>Entidades financieras</i>	23.659	38.199
Activos		
<i>Hogares</i>	34.275	49.599
<i>Empresas no financieras</i>	17.261	24.720
<i>Entidades financieras</i>	23.820	37.165
Activos financieros		
<i>Hogares</i>	22.777	34.638
<i>Empresas no financieras</i>	5.571	9.319
<i>Entidades financieras</i>	21.418	34.587

Fuente: Federal Reserve System, Flow of Funds, Financial Accounts of the US.

b) Desestructuración productiva y déficit externo.

La expansión de las finanzas y, de forma particular, la burbuja bursátil, junto con la deslocalización de muchas industrias manufactureras trasladadas a otros países, contribuyeron a acentuar la especialización de la economía hacia la actividad

financiera y a generar un importante déficit comercial (Crotty 2003; Brenner 2002; Palazuelos 2010, 2011).

De un lado, las grandes empresas de automoción, aeronáutica, electrónica, química, maquinaria y otras desplazaron parte de su producción hacia filiales suyas y hacia empresas contratadas en México, Canadá, Asia Oriental y otras regiones. La liberalización comercial y de inversiones por toda la geografía mundial, unida a los avances tecnológicos en la producción, el transporte y las comunicaciones, hicieron cada vez más factible y rentable esa deslocalización productiva (Mikler 2013; Mouhoud 2013). Como consecuencia, se produjo una merma de las capacidades productivas industriales internas en muchas ramas industriales. Las grandes empresas retenían en territorio estadounidense los segmentos productivos de mayor contenido tecnológico, mayor valor añadido y mayor proyección exportadora, pero al mismo tiempo se dismantelaban muchas otras actividades manufactureras y muchas otras empresas quedaban cada vez más desconectadas de aquellas, sufriendo un deterioro paulatino.

Esa evolución dual se constata en el comportamiento de la inversión. La formación bruta de capital fijo no residencial creció a una tasa superior al 10% anual desde 1996, siendo del 25% anual en los equipos de computación, software y comunicaciones; mientras que la inversión en equipos de oficina experimentó una tasa negativa de -8% anual y los equipos industriales crecieron al 3,3% (Fuente: BEA). Esa disparidad inversora tuvo su reflejo en los resultados productivos, de modo que la rama de equipos electrónicos y de computación creció a un ritmo superior al 20% anual, mientras que la mayoría de las demás ramas registraba incrementos del 2-3%. La misma dispersión se reproducía en la distribución de las ventas y en los beneficios empresariales.

El moderado crecimiento de la industria manufacturera en su conjunto hizo que su participación en el PIB descendiera hasta suponer menos del 15%. Por el contrario, las actividades de finanzas-seguros-negocios inmobiliarios elevaron la suya hasta el 19% del PIB, convirtiéndose en el mayor sector de la economía.

Simultáneamente, ese cambio estructural de la producción generó un rápido aumento de las importaciones. Por un lado, el deterioro de muchas empresas supuso la pérdida de competitividad frente a los productos de otros países. Por otro lado, la deslocalización de las grandes empresas dio lugar a un creciente comercio intra-firma y a una mayor adquisición de insumos provenientes del exterior. Como consecuencia, al finalizar la década el valor de las importaciones manufactureras equivalía a casi la mitad del valor de la producción manufacturera interna.

De esa manera, una parte creciente de los bienes consumidos por los hogares y de los insumos y equipos de las empresas procedía del exterior. La presión

importadora hizo que el saldo negativo de la balanza comercial se elevase de 175 a 347 mil millones de dólares entre 1995 y 1999. Pese a los saldos positivos registrados por los intercambios de servicios y rentas, la balanza por cuenta corriente elevó su déficit de 113 a 301 mil millones, que aún subiría a 417 mil millones en 2000, representando más del 3% del PIB (Fuente: BEA).

c) Superlativo endeudamiento exterior

La financiación del déficit por cuenta corriente hacía necesaria la entrada neta de capital exterior en una cuantía cada vez mayor (Bergsten 2005; Cline 2005). En realidad, el flujo total de capital importado tenía que ser muy superior al saldo negativo de la cuenta corriente porque al mismo tiempo se producía una elevada salida de capital, sobre todo mediante inversiones directas (con las que se deslocalizaban las empresas) y en cartera (acciones y bonos) hacia otros mercados internacionales. Entre 1995 y 1999, el flujo de salidas aumentó desde 342 a 515 mil millones de dólares mientras que el de entradas pasó de 435 a 742 mil millones (Fuente: BEA). La mayor parte del capital importado estuvo compuesto por la compra de títulos de deuda (bonos corporativos y deuda pública) y por préstamos bancarios; es decir, inversiones que generaban una deuda externa cada vez mayor.

Como consecuencia, el valor de los activos en territorio estadounidense que en el año 2000 pertenecían a no residentes (7,6 billones de dólares) superaba ostensiblemente al valor de los activos estadounidenses en el exterior (6,2 billones). Más de dos tercios de los activos poseídos por no residentes eran deuda externa en sus distintas modalidades: bonos corporativos y otros privados (1,4 billones), títulos públicos (0,9 billones), préstamos a bancos (1,2 billones) y préstamos a otras entidades (0,7 billones). La otra tercera parte eran acciones (1,6 billones), inversiones directas y dólares que firmaban parte de las reservas de divisas de los países (Fuente: BEA).

Por consiguiente, los tres procesos descritos explican las “dos caras” de aquella economía y la decisiva importancia de la actividad financiera.

- Un crecimiento impulsado por la demanda privada interna, con fuertes incrementos de la inversión y el consumo, que sólo en parte estaban basados en el aumento de los beneficios empresariales y bastante poco en la mejora de los ingresos de los hogares.
- Un creciente endeudamiento de los agentes privados, estimulado por la revalorización de sus activos financieros a través de la burbuja bursátil, a la vez que se debilitaba la industria manufacturera ocasionando que el rápido aumento de las importaciones diera lugar a un creciente déficit externo.

- Este déficit externo se financiaba mediante la entrada de fuertes entradas de capital para la compra de títulos y en forma de préstamos, generando un fuerte aumento de la deuda externa.
- Los mercados financieros se convertían en el protagonista central de la dinámica económica. En el ámbito interno estimulaban la inversión financiera de los poseedores de ahorro, a la vez que el endeudamiento de hogares y empresas, y el desarrollo de la burbuja bursátil. En el ámbito externo garantizaban la captación de capital exterior que reproducía los mecanismos internos del endeudamiento.

2.2. Crecimiento basado en la doble burbuja inmobiliario-financiera.

La crisis bursátil supuso la desaparición de los estímulos que habían impulsado la demanda privada. Como consecuencia, el crecimiento de la economía se frenó a partir del segundo semestre de 2000 cuando los índices bursátiles se deslizaban en caída libre siguiendo una trayectoria que se prolongó hasta 2003, en la que el índice Nasdaq acumuló un retroceso cercano al 60% y el S&P-500 un 33% (Fuente: FRS). Sin embargo, a mediados de 2002, cuando la economía seguía bajo los efectos recesivos y la inversión fija no residencial continuaba disminuyendo, comenzó a formarse una nueva burbuja financiera con características muy distintas a la que acababa de estallar y plenamente vinculada al apogeo de los nuevos mercados creados por la banca de inversión (Blinder 2014; Case 2003; Roubini y Mihm 2010; Whalen 2007)

a) Rasgos del nuevo contexto macroeconómico

Como primer rasgo, el crecimiento económico impulsado por esos resortes financieros fue menos intenso y de menor duración que el de los años noventa. En el quinquenio 2003-2007 el PIB creció a una tasa media del 2,8% anual, una tercera parte menos de lo que lo hizo en la segunda mitad de los años noventa. El consumo privado se incrementó al 3,1% anual y la inversión fija al 3,2%, mientras que la demanda pública aumentó al 1,6% anual, ya que el gobierno federal no utilizó el gasto público como mecanismo contracíclico que sí lo había hecho en 2001-2002.

El segundo rasgo relevante fue que el crecimiento de la inversión estaba sostenido fundamentalmente por la inversión residencial. Esta comenzó a crecer con fuerza en 2002 y se aceleró durante los cuatro años siguientes, registrando una tasa media por encima del 7% anual, hasta que en el último trimestre de 2006 experimentó un brusco freno que aún fue más duro al año siguiente (-18%). Así, en 2005, la inversión residencial llegó a suponer un 35% del total de la inversión fija privada, una desmesurada proporción hasta entonces desconocida, que atestiguaba la situación anómala que caracterizaba a la economía. Stiglitz (2007) calcula que dos tercios del

crecimiento del PIB de aquellos años procedieron de las actividades productivas y, sobre todo, financieras vinculadas con la burbuja desatada en el mercado inmobiliario en torno a la compra-venta de viviendas.

El tercer rasgo tenía que ver con los indicadores de desequilibrio macroeconómico. El nuevo contexto mantuvo dos de las características de los años noventa: la moderación de la inflación (en torno al 2% anual) y el bajo desempleo (cayendo por debajo del 5% de la población activa). No ocurrió lo mismo con la gestión de las cuentas públicas, ya que desde 2001 reapareció con fuerza el déficit fiscal y a pesar que su posterior moderación se mantuvo en torno al 3% anual.

Por contraste, como cuarto rasgo, las diferencias entre ambos períodos eran grandes en el comportamiento de las variables productivas y de los beneficios empresariales. De un lado, el empleo creció débilmente, apenas al 1% anual, sin que el incremento de la productividad alcanzase el 2%, mientras que el grado de utilización de la capacidad industrial instalada alcanzó un máximo de sólo el 81% (Fuente: FRS). De otro lado, sin embargo, a pesar de esos datos decepcionantes, el beneficio de las corporaciones registró un acelerado aumento con tasas anuales superiores al 13% anual (en precios constantes), siendo todavía bastante mayor el correspondiente a las empresas financieras. De esa manera la participación de estas entidades financieras en el beneficio total de las corporaciones se elevó hasta suponer el 33%, una proporción exageradamente elevada que nunca se había producido en las décadas precedentes.

Finalmente, el quinto rasgo se refería al comportamiento de los mercados de capital. La actividad bursátil detuvo su contracción en 2003 y la recuperación iniciada ese año hizo que en 2007 el índice S&P volviese a alcanzar el nivel de 2000, mientras que el índice Nasdaq seguía siendo un tercio inferior al registrado en 2000 (Fuente: CEA). No obstante, no fueron las acciones cotizadas en bolsa, ni los bonos corporativos u otros instrumentos financieros tradicionales los que protagonizaron la nueva espiral especulativa, sino, como se analiza con detalle en el próximo capítulo, el protagonismo correspondió a las titulizaciones hipotecarias (MBS), los productos estructurados a partir de esos bonos (CDO) y los derivados de crédito (CDS) sobre MBS y CDO, cuya extraordinaria expansión estuvo asociada a la escalada de los precios inmobiliarios.

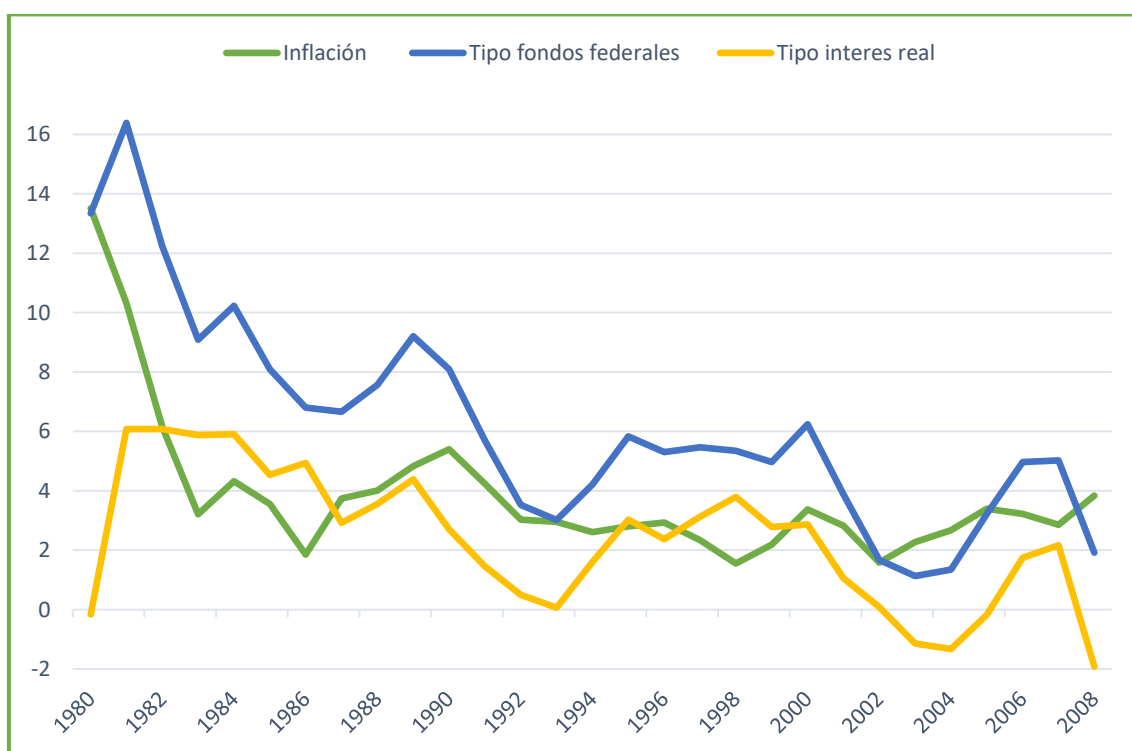
b) Burbuja inmobiliaria

La burbuja inmobiliaria se configuró a partir de dos hechos principales (Baker, 2008; Papadimitrou, 2007). El primero fue la existencia de un gran volumen de capital disponible que buscaba inversiones rentables. La abundancia relativa de capital procedía de la liquidación de posiciones financieras (bolsa, bonos y otros

activos) a raíz de la crisis bursátil tanto en Estados Unidos como en la mayoría de las plazas financieras internacionales. Así, en 2002, en plena crisis, no se vislumbraba la recuperación de los mercados financieros y todavía eran peores las expectativas de las actividades industriales y comerciales, donde las inversiones seguían cayendo.

El segundo hecho fue la drástica reducción de los tipos de interés emprendida por la Reserva Federal desde 2000 para paliar los efectos del fuerte endeudamiento contraído por el sector privado (gráfico 4.2). Esa decisión hizo que muchos hogares demandasen a los bancos la renegociación a la baja de los intereses que pagaban por sus hipotecas. El efecto conjunto de los bajos tipos de interés y la presión renegociadora de las hipotecas acentuó la competencia entre los bancos comerciales y otras entidades de crédito, los cuales reaccionaron con una fuerte expansión de su oferta crediticia para compensar la débil ganancia que obtenían por cada préstamo concedido.

Gráfico 4.2. Evolución de los tipos de interés nominal y real a corto plazo (%)



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

La leve mejora de los precios de los inmuebles atrajo un cierto volumen de aquellos capitales disponibles a la vez que la mayor oferta crediticia estimuló a los compradores de inmuebles. Primero aumentó la adquisición de viviendas y locales existentes y a continuación lo hizo la construcción de nuevos inmuebles. Comenzó así la secuencia característica de toda burbuja de precios: mayor demanda de

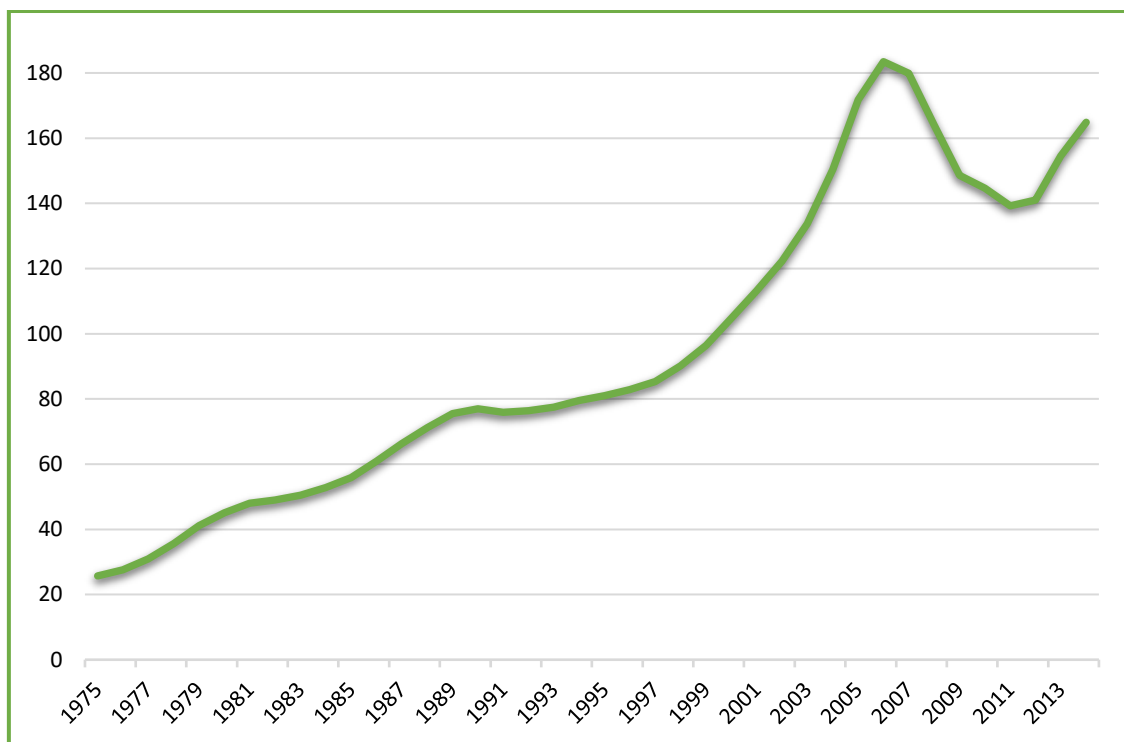
inmuebles, mayor demanda de préstamos hipotecarios, mayor apalancamiento, mayor número de inversores, más rapidez de las transacciones, nuevos instrumentos y operativas destinadas a expandir el negocio y mayor número de intermediarios. Todo ello favorecido por un clima propagandístico en el que participaban las autoridades financieras, las agencias de la calificación, las compañías auditoras, los medios de comunicación y los medios académicos. Todos ellos dispuestos a ensalzar la (supuesta) solidez de los fundamentos económicos y las ventajas de aquellas subidas encadenadas (Cooper, 2008; Wray, 2008).

La envergadura que alcanzó la burbuja inmobiliaria se resume en tres datos concluyentes.

- El índice Case-Schiller utilizado por Standard & Poors (con base 100 en el año 2000) muestra que el despegue inicial de los precios de la vivienda situó el índice en casi 120 a finales de 2002 y después la brusquedad de la escalada lo colocó por encima de 200, lo que suponía un ritmo medio del 15% anual.
- Tomando mayor perspectiva histórica, el gráfico 4.3 (con base 100 en 1950) muestra cómo los picos previos no superaron el índice 120 hasta 2002, pero desde ese momento el índice se elevó vertiginosamente hasta superar el nivel 200.
- La construcción de nuevas viviendas, que registraba cifras entre 1,5-1,6 millones en los años previos a 2002, aumentó con rapidez hasta un máximo de 2,25 millones a comienzos de 2007, lo que supone incrementos próximos al 10% anual.

El desarrollo paralelo de la burbuja basada en instrumentos de crédito hipotecario se analiza en el siguiente capítulo, mostrando el espectacular crecimiento de los bonos titulizados de hipotecas, en particular del tipo sub-prime, de los productos estructurados surgidos del empaquetamiento de esos bonos y de los derivados de crédito cuyos subyacentes eran aquellos préstamos, bonos hipotecarios y productos estructurados.

Gráfico 4.3. Evolución de los precios reales de la vivienda (Índice: enero 2000=100)



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

c) Tres procesos interactivos de endeudamiento interno y externo

La doble burbuja inmobiliario-financiera exacerbó los tres procesos que en los años anteriores habían configurado aquella “economía-deuda” basada en el fuerte aumento de la deuda privada interna, el creciente déficit comercial y el mayor endeudamiento externo.

- *Deuda privada interna.* La magnitud que alcanzaron las cifras registradas entre 2000 y 2007 hace que queden empequeñecidas las de los años anteriores que sin embargo eran elevadas. La tabla 4.3 muestra cómo la cuantía de los préstamos concedidos a los hogares y a las empresas se incrementó bastante más que a finales de los noventa. En los hogares, alcanzó un máximo anual de 1,2 billones en 2006 de los que más de un billón correspondía a préstamos hipotecarios, multiplicando por diez la cifra de esos préstamos en 2000. En las empresas no financieras, su cifra aumentó hasta 2007 acercándose también al billón de dólares. Por su parte, el sector financiero lo hizo también con gran velocidad hasta casi 900 mil millones. Como consecuencia, la totalidad de los préstamos tomados por los agentes privados duplicó su cuantía entre 2000 y 2007, pasando de 1,3 a 2,7 billones (Fuente: FRS).

De nuevo, el lubricante que favoreció la expansión crediticia fue la política monetaria de la Reserva Federal que garantizaba la liquidez reclamada por la incesante demanda de dinero por parte de quienes participaban en la doble burbuja inmobiliario-financiera con posiciones cada vez más apalancadas. En términos del agregado M2, la oferta de dinero elevó su promedio diario desde casi 4,7 a 7,4 billones de dólares, esto es, mucho más de lo que en los noventa. De hecho, los tipos de interés reales fueron negativos desde finales de 2002 hasta mediados de 2005 (gráfico 4.2), después de que la FED decidiese reducir drásticamente los tipos nominales para aliviar el pago de las deudas contraídas en los noventa. El tipo de los fondos federales se redujo desde un promedio del 6,2% en 2000 a otro del 1,1% en 2003, manteniéndose bajos hasta 2004 cuando iniciaron una paulatina subida que recondujo el tipo al 5% en 2006.

Como ya había ocurrido en los años noventa, esa expansión monetaria no ejerció ninguna presión significativa sobre la inflación, sino que la presión se trasladó a los precios del mercado inmobiliario y a los mercados de capital (Baker, 2008; Mah-Hui, 2008; Whale, 2007), con tres importantes consecuencias.

La primera fue el fortísimo crecimiento de las deudas contraídas por todos los agentes privados (Mian y Safi, 2014; Whalen, 2007). Considerando la totalidad de las obligaciones de pago, entre 2000 y 2007 (tabla 4.3) el pasivo aumentó en 46 billones de dólares, equivalentes a 3,3 veces el PIB de ese último año. En ese incremento del pasivo, 30 billones correspondieron a las entidades financieras, 9 a las empresas no financieras y 7 a los hogares, de los cuales casi 6 eran deuda hipotecaria. Aumentos todos ellos muy superiores a los ya importantes que se habían registrado en la segunda mitad de los noventa. Con la diferencia de que entonces habían sido utilizados mayoritariamente para impulsar el consumo doméstico y la inversión empresarial, mientras que después se dirigieron principalmente a la inversión residencial y a los mercados de productos financieros conectados con las hipotecas.

La segunda consecuencia de la doble burbuja fue la reproducción del “efecto riqueza” en una escala muy superior a la que había promovido la burbuja bursátil. Si entre 1995 y 1999 el valor de los activos totales se había incrementado en unos 36 billones de dólares desde 2000 a 2007 el aumento fue de 77 billones. De nuevo, se produjo un incremento de la riqueza neta que fomentaba la tendencia al endeudamiento ya que los activos crecían más que los pasivos, tanto en los hogares, como en las empresas no financieras y en las entidades financieras (tabla 4.3).

Tabla 4.3. Préstamos tomados y activos y pasivos de los agentes privados en 2000 y 2006-2007 (miles de millones de dólares)

	2000	2006	2007
Préstamos			
<i>Hogares</i>	576	1.245	925
<i>Empresas no financieras</i>	350	663	916
<i>Entidades financieras</i>	390	591	881
Pasivo			
<i>Hogares</i>	7.349	13.461	14.395
<i>Empresas no financieras</i>	24.602	31.188	33.996
<i>Entidades financieras</i>	40.857	64.991	70.007
Activos			
<i>Hogares</i>	50.882	79.843	81.232
<i>Empresas no financieras</i>	28.162	41.795	45.441
<i>Entidades financieras</i>	39.522	63.372	69.580
Activos financieros			
<i>Hogares</i>	33.958	50.383	53.074
<i>Empresas no financieras</i>	11.233	15.777	17.349
<i>Entidades financieras</i>	38.474	61.887	68.015

Fuente: Federal Reserve System, Flow of Funds, Financial Accounts of the US

La tercera consecuencia fue la continuidad de la pérdida relativa del valor de los activos fijos en equipos instalados en las empresas con respecto al valor de los activos financieros poseídos por los agentes privados: la reducida proporción existente en 2000 (5%) disminuyó en una quinta parte para situarse en torno al 4% (Palazuelos 2011), reiterando así el perfil financiarizado de la riqueza económica en menoscabo de su perfil productivo.

- *Déficit comercial.* Alcanzó proporciones hasta entonces desconocidas en la historia de Estados Unidos. Por un lado, como muestran los datos de BEA, se intensificó la polarización de las inversiones a favor de ciertas actividades productivas vinculadas a las nuevas tecnologías frente al grueso de las demás actividades de la economía. La industria continuó reduciendo su importancia relativa en el PIB hasta suponer menos del 13% en 2007, dos puntos menos que al comenzar la década. Por otro lado, la deslocalización de compañías hacia el exterior siguió afectando a la capacidad industrial interna y a los vínculos que esas compañías tenían con las empresas nacionales que hasta entonces habían sido sus proveedoras y sus clientes (Palazuelos 2010 Mikler 2013; Sturgeon y Memedovic 2011). Y, por otro lado, el fortalecimiento de las empresas financieras hizo que las

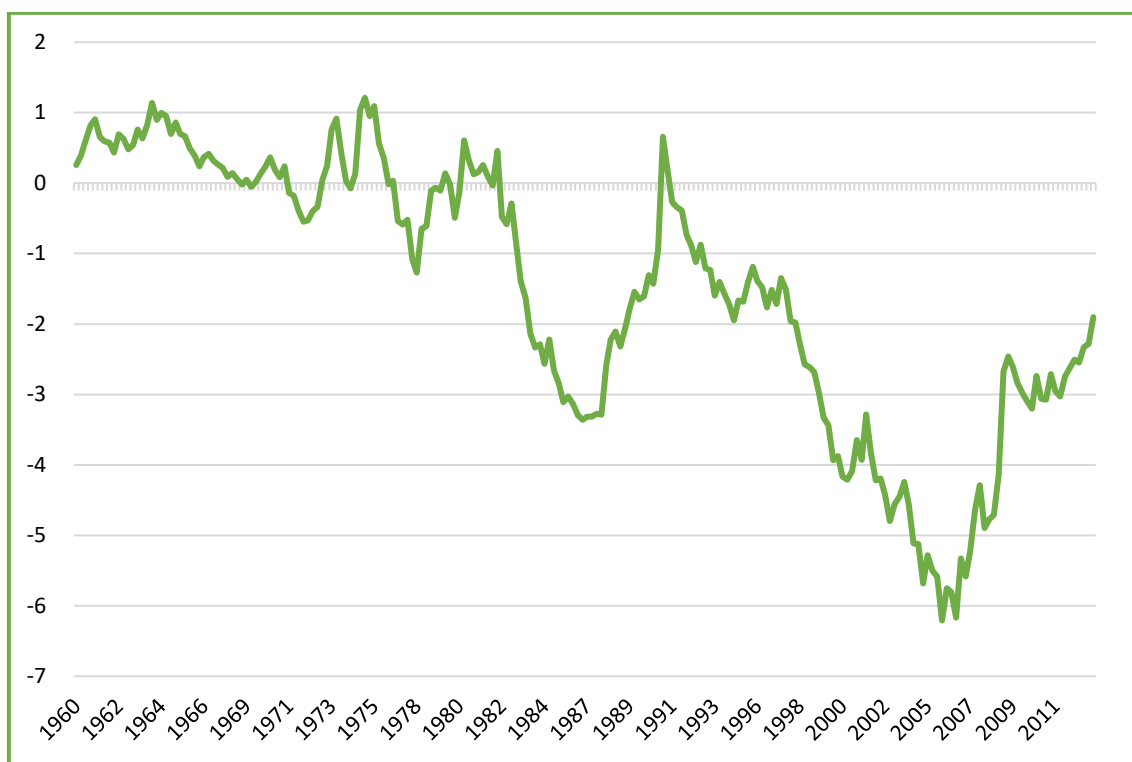
actividades FIRE (Finanzas, seguros, inmobiliario) siguieran aumento su aportación relativa en el PIB hasta aproximarse al 21% (Fuente: BEA).

La conjunción de esos hechos provocó un mayor deterioro de la posición comercial de la economía estadounidense frente al exterior (Palazuelos 2010), haciendo que el déficit arrastrado de la década anterior se hiciera más elevado por el efecto de tres factores: a) el comercio intra-firma de las compañías transnacionales, b) el encarecimiento de las importaciones de petróleo y c) la ventajosa depreciación que mantenían las monedas de China y otras economías asiáticas, a pesar del suave descenso de la tasa de cambio del dólar. El resultado fue el acelerado incremento del saldo negativo de la balanza de bienes, desde 400 mil millones de dólares en 2000 hasta 850 mil millones en 2006 y 2007. De esa cifra, casi 700 mil millones correspondían al saldo negativo del comercio de manufacturas, debido principalmente a las importaciones netas de maquinaria (eléctrica y no eléctrica), productos electrónicos, equipos de transporte y química, es decir, los grupos de productos industriales más intensivos en tecnología y más dinámicos en el comercio mundial.

Una vez contabilizados los saldos de las operaciones por servicios, rentas y transferencias, la balanza por cuenta corriente sólo corregía en pequeña medida el desajuste del comercio de bienes (gráfico 4.4). En 2006-2007, el déficit por cuenta corriente se acercó a los 800 mil millones de dólares, reflejando un desajuste externo que ponía de relieve el diferencial que se producía en el interior de la economía entre el ahorro y la inversión. Mientras el ahorro bruto redujo en tres puntos su cuota en la Renta Nacional Bruta, del 20% al 17%, la inversión elevó la suya hasta el 22-23%, de los cuales más de seis puntos correspondían a la inversión en residencial de los hogares. En consecuencia, el desajuste externo aumento hasta significar el 5-6% de la renta (Cálculos a partir de BEA).

- *Endeudamiento externo.* Ese desajuste externo señalaba la necesidad de financiación exterior de la economía para que en su interior la demanda interna creciera con mayor rapidez que la producción interna, de modo que la relación demanda interna/PIB aumentó en más de seis puntos porcentuales (Padimitrou y Hannsgen 2010). Las cifras absolutas de entradas de capital adquirían una dimensión muy superior debido a que paralelamente seguían produciéndose fuertes salidas de capital estadounidense hacia el resto del mundo. Esas salidas duplicaron su valor entre 2000 y 2007, hasta acercarse a 1,3 billones de dólares, mientras que las entradas lo hicieron hasta casi 2,1 billones.

Gráfico 4.4. Evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Federal Reserve of Saint Louis

De ese modo, la posición financiera externa de la economía siguió deteriorándose. La diferencia entre los activos estadounidenses en el exterior y los activos en el interior pertenecientes a no residentes pasó de -1,3 a -2,4 billones. En sólo siete años el valor de esos activos extranjeros se incrementó en más de 10 billones de dólares hasta alcanzar un total de 17,9 billones. De estos, 4 billones eran títulos de deuda emitidos por el Gobierno, 2,8 eran los bonos corporativos y otros 4 eran préstamos a bancos, sumando así cerca de 11 billones de aumento de la deuda externa. El resto eran acciones (2,8 billones) y otras modalidades de inversión, incluyendo las reservas de divisas en dólares que poseía el resto del mundo.

2.3. Resultado 6. Dinámica económica sometida a burbujas financieras

El análisis revela cinco aspectos fundamentales para explicar la relación establecida entre la dinámica económica y la banca de inversión:

1. Desde mediados de los años noventa la economía vinculó su capacidad de crecimiento al desenvolvimiento de burbujas financieras, primero lo hizo con respecto a la espiral especulativa de los precios das acciones cotizadas en las bolsas (Nasdaq y Wall Street) y después con respecto a la doble espiral desatada en torno a los precios de la vivienda de burbuja y a los nuevos instrumentos

basados en el crédito hipotecario (bonos titulizados, productos estructurados y derivados de crédito).

2. Ambos episodios especulativos se sustentaron en incrementos espectaculares de la deuda interna de los agentes privados y de la deuda externa de la economía con el resto del mundo.
3. Sin embargo, ambos episodios especulativos tuvieron impactos diferentes en la dinámica de crecimiento y los componentes de la demanda que impulsaron. La segunda burbuja registró un crecimiento modesto y centró su impacto en la inversión residencial.
4. Las novedades de la dinámica económica estuvieron asociadas al desarrollo de los nuevos instrumentos y operativas de la banca de inversión.
5. La segunda burbuja mostró cómo el funcionamiento de la economía y su capacidad de crecimiento quedaron supeditados a los intereses de la inversión financiera a través de los nuevos mercados de capital.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que *la dinámica económica desde finales de los años noventa experimentó modificaciones sustanciales, de modo que los cambios producidos en la banca de inversión supeditaron el crecimiento de la economía a la dinámica generada por las burbujas financieras y, por tanto, a los intereses de los inversores en los mercados de capital.*

Este resultado contribuye a explicar cómo, desde la perspectiva de la banca de inversión, los grandes bancos y los vehículos de inversión de las grandes fortunas pasaron a ejercer una posición de dominio sobre el conjunto de la dinámica económica, merced a:

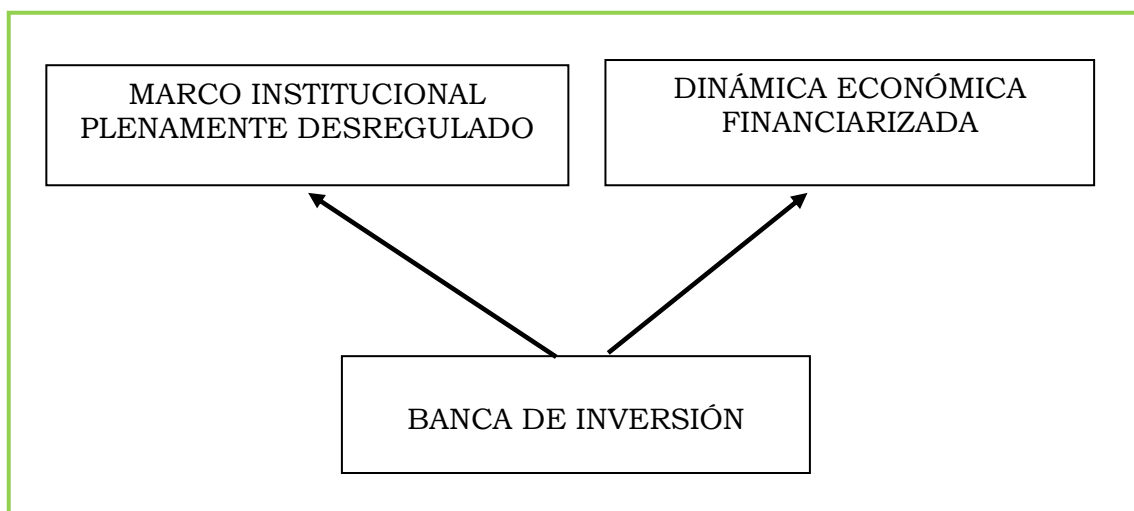
- La dimensión del sector financiero con respecto al PIB, su participación en los beneficios empresariales y los volúmenes de negocio de los mercados de capital.
- Las oportunidades de obtener mayores rentabilidades (financieras) que el resto de las actividades económicas.
- La influencia sobre las decisiones de los demás agentes (hogares, Estado, empresas no financieras).

Finalmente, la conjunción de los dos resultados obtenidos en este capítulo completa la respuesta a la tercera hipótesis, de modo que las modificaciones promovidas desde finales de los años noventa a partir de la autorización del cruce de actividades entre la banca comercial y la de inversión, promovieron dos mutaciones fundamentales:

- Un marco institucional plenamente desregulado, dominado por los componentes informales.
- Una dinámica económica dominada por los grandes bancos.

El diagrama 4.1 representa la envergadura histórica de ambas modificaciones que dieron lugar a la transformación del vínculo triangular que existía antes de los años ochenta. Si durante el periodo previo a 1980 la actividad de banca de inversión estaba supeditada a la determinación del marco institucional y de la dinámica económica, dos décadas después era la banca de inversión (sus mercados y sus grandes entidades) las que determinaban el marco institucional y la dinámica económica.

Diagrama 4.1. Posición determinante de la banca de inversión desde finales de los años noventa



Fuente: elaboración propia

Capítulo 5. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: MERCADOS DE CAPITAL Y PODER DE LOS GRANDES BANCOS

Este capítulo afronta la respuesta a la cuarta hipótesis para lo cual analiza las características de los mercados de capital y de los grandes bancos (comerciales y de inversión) que pasaron a ejercer el dominio sobre esos mercados. La hipótesis presupone que desde finales de los años noventa la banca de inversión adquirió un desarrollo todavía más intenso que en las dos décadas anteriores y que ese desarrollo implicó nuevas transformaciones profundas tanto en los mercados de capital como en las entidades que operaban en ellos.

Por una parte, con respecto a los mercados, el análisis debe mostrar que los cambios: 1) afectaron en profundidad a los instrumentos y las operativas, 2) estuvieron relacionados con la eliminación de la norma que vetaba el cruce de actividades entre la banca comercial y la de inversión, 3) transformaron las funciones ejercidas por la banca de inversión.

Por otra parte, con respecto a los bancos, el análisis debe mostrar que los cambios: 1) fortalecieron sus capacidades empresariales y 2) aumentaron su poder en los mercados de capital. El otro elemento fundamental, la fragilización financiera, se analiza en el siguiente capítulo para afrontar la quinta hipótesis.

1. CAMBIOS EN LOS MERCADOS DE CAPITAL

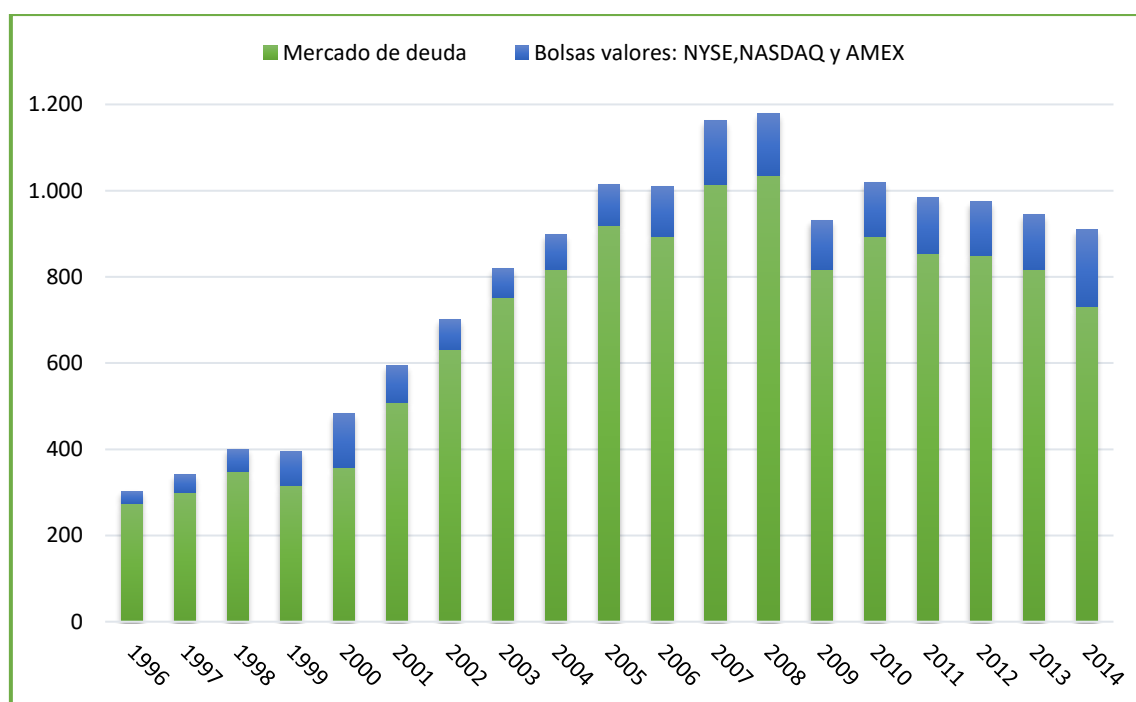
1.1. Nuevos instrumentos: triángulo MBSsp—CDO—CDS

En una primera aproximación, los instrumentos financieros empleados por la banca de inversión parecían ser similares a los de las décadas anteriores, examinados en el capítulo tres. De un lado, las acciones y títulos de deuda, entre los cuales estaban los bonos titulizados a partir activos; de otro lado, los productos estructurados y los derivados. Sin embargo, se trataba de instrumentos que a partir de finales de los noventa, y aún más desde 2002, experimentaron una modificación fundamental en la medida en que la titulización de activos se concentró en préstamos hipotecarios (*Mortgage Backed Securities*) de tipo *subprime* (MBSsp), a la vez que los productos estructurados (*Collateralized Debt Obligations*, CDO) se basaron en el empaquetamiento de titulizaciones *subprime* y surgió un nuevo tipo de derivados (*Credit Default Swaps*, CDS) basado en MBSsp y CDO, junto con productos sintéticos que eran CDO basados en CDS.

En suma, se desarrollaron gamas de productos financieros que adquirieron dimensiones descomunales a partir de la concesión de préstamos hipotecarios *subprime*. Un conjunto de productos que surgió a partir de la burbuja inmobiliaria y se convirtió en el sustento de una segunda burbuja financiera.

El gráfico 5.1 proporciona una primera visión general de la tendencia alcista que registraron los volúmenes diarios de títulos (deuda y acciones) negociados en los mercados. Entre 2000 y 2007 se multiplicaron por tres hasta acercarse a 1,2 billones de dólares. Se aprecia el claro predominio de los títulos de renta fija sobre los de renta variable en una proporción de 9:1, con un crecimiento medio del 15% anual. En el caso de las acciones, después de tres años consecutivos de caída en las bolsas (NYSE, NASDAQ, AMEX), sus cifras se recuperaron a partir de 2004, registrando un crecimiento medio del 4% anual (SIA 2009). De ese modo, la intermediación en el intercambio de esos títulos siguió siendo una parte destacada de la actividad de la banca de inversión y una fuente notable de beneficios obtenidos por las entidades dedicadas a ese negocio (Lewis 2010).

Gráfico 5.1. Volúmenes diarios negociados en los principales mercados de capitales (miles de millones de dólares)



Fuente: SIFMA US bond issuance y SIA 2009

La tabla 5.1 muestra cómo el rápido crecimiento de los títulos de deuda se generalizó a los diferentes tipos de emisiones, si bien lo hizo con secuencias e intensidades distintas. Los títulos públicos del Tesoro aumentaron con fuerza desde 2002 debido al creciente déficit fiscal del gobierno federal, mientras que los bonos municipales

lo hicieron de forma pausada. En el sector privado, los bonos corporativos (no convertibles) mantuvieron sus emisiones en torno a 600-700 mil millones de dólares anuales hasta que la fuerte subida de 2006-2007 los situó por encima del billón.

Por su parte, la deuda emitida por las Agencias Federales (de propiedad privada, pero con garantías del gobierno, incluyendo a las GSE⁵⁶) se elevó con rapidez hasta 2003, cuando supuso más de 1,2 billones, para después mantenerse en 600-700 mil millones. Los bonos titulizados a partir de activos que no eran préstamos hipotecarios (*Asset-Backed*) mantuvieron una tendencia al alza hasta 2006. Sin embargo, el comportamiento más destacado correspondió a los bonos titulizados a partir de hipotecas (MBS) con volúmenes anuales superiores a los del resto hasta totalizar casi 16 billones de dólares en emisiones desde 2001 a 2007, equivalentes al 40% de las emisiones de todos los títulos de deuda durante ese período.

Tabla 5.1. Emisiones de bonos de deuda (miles de millones de dólares)

	Municipi- pales	Tesoro	Hipote- carios	Deuda corpo- rativa	Agen- cias federa- les	Respal- dados por activos	Total
2001	288	381	1.693	776	941	326	4.405
2002	358	572	2.338	637	1.042	374	5.319
2003	383	745	3.173	776	1.268	462	6.805
2004	360	853	1.917	781	882	652	4.562
2005	408	746	2.230	753	669	754	5.560
2006	387	789	2.110	1.059	747	754	5.845
2007	429	752	2.204	1.128	942	507	5.962

Fuente: SIFMA US bond issuance y SIA Factbook 2009

⁵⁶ Las GSE eran Fannie Mae, Freddie Mac y 12 Federal Home Loan Banks. Eran entidades privadas (accionariales), pero para realizar su labor de asegurar la concesión de hipotecas, que debían cumplir ciertas condiciones de calidad, disponían de varias ventajas estatales: la emisión de sus títulos de deuda era aprobada por la Reserva Federal y gozaba de la máxima calificación (AAA), el monto de su deuda estaba garantizada por el gobierno, disponían de líneas de crédito preferenciales de tesorería y se les exigían menores requisitos de capital que a otras entidades privadas.

a) Hipotecas subprime y titulizaciones basadas en ellas

Como se ha mencionado en el capítulo 3, el atractivo de las titulizaciones basadas en préstamos hipotecarios (surgidas en volúmenes reducidos durante los años ochenta) residía en la posibilidad que ofrecían a las entidades crediticias para sacar de sus balances el riesgo que comportaba la concesión de esos préstamos, a la vez que les permitía aumentar su escala operativa con nuevas concesiones de préstamos. Las mayores emisiones eran realizadas por las agencias esponsorizadas (GSE) para financiar la actividad del mercado hipotecario, teniendo que cumplir determinados requerimientos de calidad gracias a los cuales esas emisiones gozaban de la máxima calificación crediticia (FCIC 2011; Trujillo 2011).

Los cambios en el nuevo período afectaron a tres aspectos que fueron determinantes en el comportamiento de los mercados de capital durante los años 2000: i) el creciente porcentaje de préstamos hipotecarios convertidos en títulos en unos años de fortísimo crecimiento de esos préstamos, ii) el predominio de los agentes privados como emisores y iii) la creciente vinculación de los bonos a préstamos hipotecarios de tipo *subprime* (Jarsulic 2010: 10; Trujillo 2011; FCIC 2011).

En primer lugar, la concesión total de créditos hipotecarios se elevó aceleradamente al comienzo de la burbuja inmobiliaria pasando de 2,1 a casi 3,8 billones de dólares entre 2001 y 2003, para después mantenerse por encima de los 2,5 billones (tabla 5.2). En el transcurso de esos años, la proporción de los préstamos convertidos en bonos aumentó desde el 63% hasta el 77%. De eso modo, a diferencia del período anterior, ya a comienzos de la década la parte de préstamos que se titulizaba era mayoritaria y el transcurso de los años acentuó su proporción.

En segundo lugar, las entidades privadas (bancos comerciales y otras que no eran bancos), que apenas tenían presencia en el mercado de MBS hasta mediados de los noventa, en 2001 otorgaban la tercera parte de los préstamos hipotecarios y generaban el 18% de las emisiones de bonos titulizados; pero en los años siguientes se convirtieron en protagonistas principales de aquellos mercados. De un lado, elevaron su participación como prestamistas hipotecarios, debido tanto al rápido aumento de sus cifras como al retroceso desde 2004 de los créditos concedidos (generalmente por entidades privadas) bajo los requisitos de calidad establecidos por las GSE para avalarlos: en 2006, las entidades privadas generaban casi el 60% de los préstamos hipotecarios totales. De otro lado, elevaron de forma aún más rápida la proporción de sus préstamos convertidos en títulos, pasando del 35% en 2001 al 70% en 2006. Por ambos motivos, esas entidades privadas protagonizaron la mayor parte de la concesión de hipotecas y la emisión de bonos titulizados de esas hipotecas.

En tercer lugar, las hipotecas *subprime* concedidas a prestatarios de menor calidad crediticia se convirtieron en el instrumento principal del mercado de MBS. Entre 2001 y 2006 la parte correspondiente a préstamos *subprime* en el total de préstamos hipotecarios otorgados por las entidades privadas se elevó del 28% al 40%, mientras que la de préstamos Alternative-A de calidad media aumentó del 9% al 27%; por lo que la proporción de hipotecas Jumbo de buena calidad se redujo desde casi las dos terceras partes (63%) a menos de una tercera parte (32%).

Igualmente, la conversión de préstamos en bonos presentó una anomalía creciente, ya que fueron los préstamos *subprime* y los de Alt-A los que se titulizaron en mayor proporción. Mientras los *subprime* pasaron del 46% al 75% y los Alt-A del 19% al 91%, sin embargo, los de mayor calidad solo lo hicieron del 33% al 46%. Consecuentemente, se produjo un cambio radical en la composición de las emisiones de bonos titulizados: si en 2001 casi el 60% eran bonos jumbo, el 5% Alt-A y el 36% *subprime*, en 2006 sólo el 21% eran jumbo, frente al 33% Alt-A y el 44% *subprime*. Por consiguiente, en un mercado de MBS donde las emisiones privadas superaban el billón de dólares, unos 450 mil millones eran bonos creados con préstamos *subprime*. Los datos de Inside Mortgage Finance, citados por la FCIC, elevan la cifra de hipotecas *subprime* titulizada hasta 600 mil millones de dólares y cuando incluyen también los bonos a partir de préstamos de las GSE, el porcentaje de esas *subprime* se eleva desde el 7,6% en 2001 hasta el 23,5% en 2006⁵⁷.

Los tres cambios detallados marcaron el desarrollo de una secuencia en la que interaccionaron sucesivos procesos. Inicialmente los préstamos hipotecarios sobre todo los otorgados en las condiciones establecidas por las entidades esponsorizadas y tanto la titulización de esos préstamos como la de los otorgados por las entidades privadas se concedían mayoritariamente a los segmentos de la población de calidad crediticia (solventia de pago) media y alta. Sin embargo, desde 2003-4, una vez constatadas las ventajas que suponía esa titulización y conforme se fue saturando la demanda de préstamos de esos segmentos de población, las entidades privadas optaron por extender de forma generalizada los préstamos hacia los grupos sociales de menor o nula solventia como prestatarios y por convertir la mayor parte de esos préstamos en bonos (MBSsp) (Vilariño 2011a: 130; Blinder 2014; Jarsulic 2010; FCIC 2011).

⁵⁷ Como se explica en el siguiente capítulo, todas las cifras relacionadas con préstamos hipotecarios y su titulización experimentaron un paulatino descenso a lo largo de 2007 tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en el otoño de 2006.

Tabla 5.2. Concesión y titulización créditos hipotecarios, por tipo de agente y de préstamo (miles de millones de dólares)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totales: privadas y GSE	Crédito concedido	2.113	2.773	3.765	2.600	2.755	2.520
	Emisión MBS	1.328	1.790	2.638	1.773	2.043	1.938
	% MBS/ crédito	63	65	70	68	74	77
○ Agencias estatales (GSE)	Crédito concedido ^{a)}	1.433	1.898	2.690	1.345	1.180	1.040
	Emisión MBS	1.088	1.443	2.131	1.019	965	905
	% MBS/ crédito	76	76	79	76	82	87
○ Privadas	Crédito concedido	680	875	1075	1255	1575	1480
	Emisión MBS	241	348	507	755	1078	1033
	% MBS/ crédito	35	40	47	60	68	70
• Subprime (baja calidad)	Crédito concedido	190	231	335	540	625	600
	Emisión MBS	87	123	195	363	465	449
	MBS/crédito	46	53	58	67	74	75
• Alt-A (calidad media)	Crédito concedido	60	68	85	200	380	400
	Emisión MBS	11	54	74	159	332	366
	% MBS/ crédito	19	79	87	79	87	91
• Jumbo (alta calidad)	Crédito concedido	430	576	655	515	570	480
	Emisión MBS	142	172	238	233	281	219
	% MBS/ crédito	33	30	36	45	49	46

a) Créditos concedidos (generalmente por entidades privadas) bajo los requisitos de calidad establecidos por las GSE para avalarlos.

Fuente: Ashcraft y Schuermann (2008) y Jarsulic (2010)

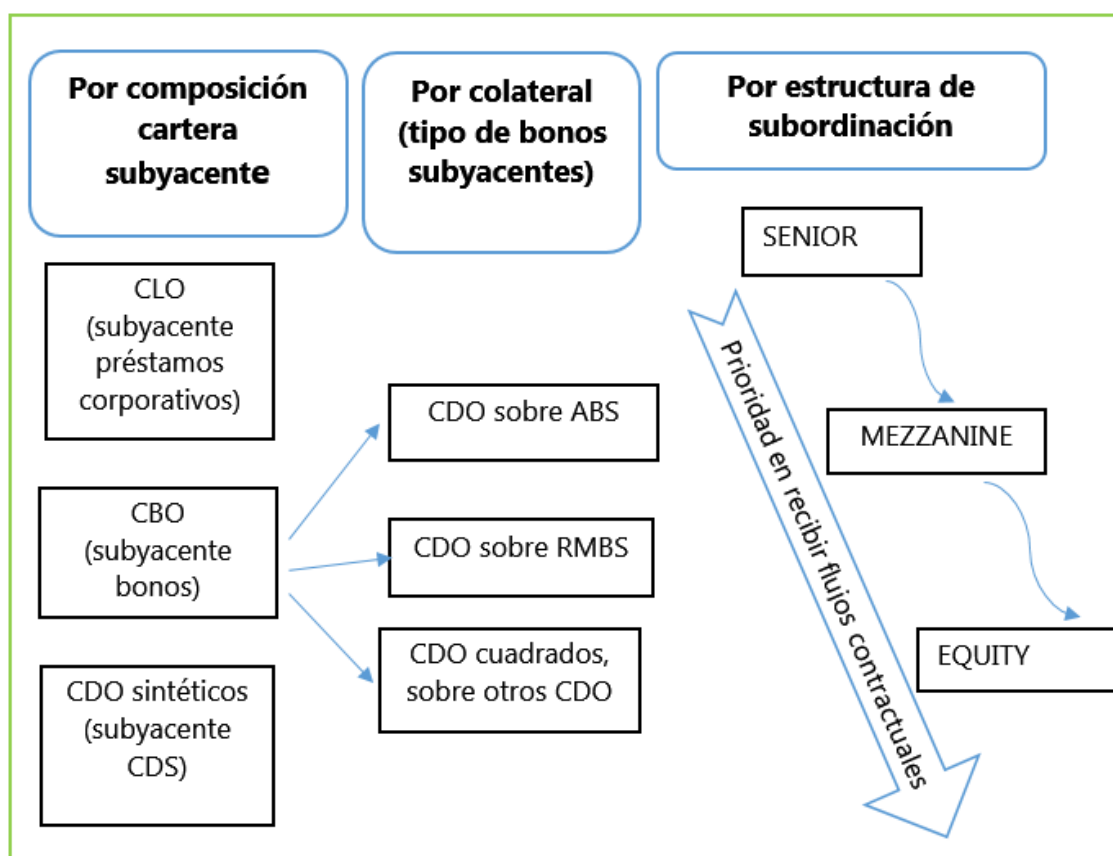
b) Productos estructurados de crédito

Los *Collateralized Debt Obligations* y otras variedades de productos estructurados comenzaron a negociarse en pequeña magnitud durante los años ochenta. Se trataba de un nuevo tipo de bonos formado mediante la agrupación de distintos créditos titulizados y/o de instrumentos tradicionales que proporcionaban flujos de caja futuros. En los noventa comenzaron a destacar los CDO creados con bonos MBS, si bien con cifras modestas, de modo que mientras los bonos MBS estaban referenciados a carteras de deuda homogéneas según los prestatarios, los CDO tenían como subyacentes carteras heterogéneas que agrupaban una variedad de préstamos hipotecarios (e incluso no hipotecarios). En el diagrama 5.1 se presenta una clasificación de los CDO según distintos criterios.

Según el tipo de colateral que agrupaban, los CDO se clasificaban como productos estructurados de préstamos (CLO) o de bonos (CBO) y dentro de estos, según que los bonos fuesen corporativos, gubernamentales o de titulización; y estos, a su vez, podían ser a partir de activos no hipotecarios (ABS) e hipotecarios (MBS). En segundo término, distinguiendo la estructura de subordinación (probabilidad de impago de los prestatarios) que incorporaban esos colaterales, los CDO se dividían en tres tramos básicos: *senior*, *mezzanine* y *equity*, de manera que la rentabilidad potencial aumentaba conforme la calidad crediticia disminuía. De esa manera, el peor tramo, *equity*, absorbería las primeras pérdidas por impagos por lo que obtenía la máxima rentabilidad; una vez consumidos estos tramos, las pérdidas afectarían al tramo *mezzanine* y finalmente al *senior* (Vilariño 2011a; Jarsulic 2010).

La complejidad inicial de los CDO adquirió en los años 2000 una sofisticación hasta límites cercanos al esoterismo. En primer término, el predominio de los bonos MBS *subprime* supuso un crecimiento mucho mayor de los CDO que utilizaban ese instrumento como colateral, haciendo cada vez más complicada cualquier estimación probabilística para distinguir entre esos tres tramos. En segundo lugar, se crearon CDO cuyos colaterales eran otros CDO, lo que suponía la emisión y negociación de unos productos (CDO²) para los que resultaba difícil encontrar cuál era su significado financiero, lo que hacía más inverosímil cualquier estimación de riesgos. En tercer lugar, la decisión de las agencias de rating (que eran clientes de las entidades que emitían esos productos) de otorgar calificaciones máximas a la mayor parte de esas emisiones de CDO basadas en MBS, distorsionaba cualquier valoración objetiva de esos instrumentos. Así, el 80% de los CDO resultantes de tramos BBB de MBS recibieron la calificación máxima de AAA (Vilariño 2011a, 2008b; Lewis 2010). Y, en cuarto lugar, la culminación de esa sofisticación se alcanzó con la emisión de *CDO sintéticos*, creados a partir de CDS como colaterales.

Diagrama 3.1. Clasificación de un CDO según distintos criterios



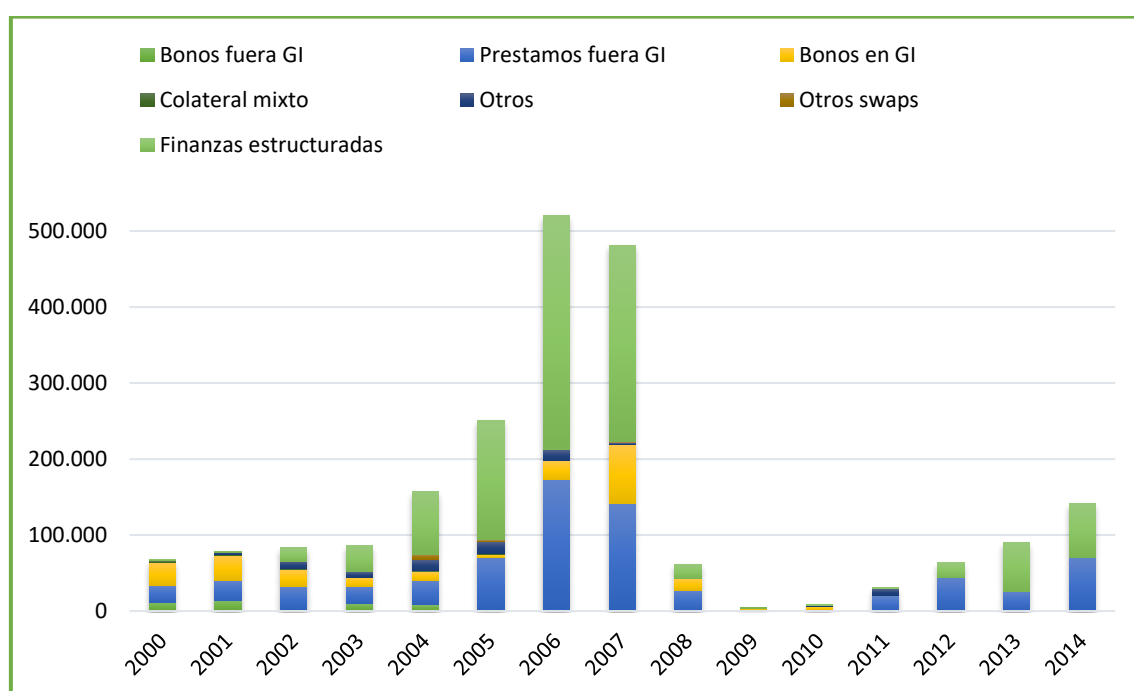
Fuente: elaboración propia

El crecimiento meteórico y el cambio de composición de los CDO se constatan con nitidez en el gráfico 5.2, que recoge datos mundiales teniendo en cuenta que prácticamente la totalidad de las suscripciones correspondían a los GBI y a los extranjeros con grandes operaciones en EEUU. Tras el paulatino aumento de los años noventa, las emisiones de CDO se situaron en cifras importantes, próximas a los 100 mil millones anuales hasta 2003. A continuación, en el bienio siguiente superaron los 200 mil millones, con una presencia mayoritaria de colaterales de *structured finance*, esto es, MBS y otros bonos titulizados, CDO² y sintéticos. El apogeo llegó en 2006 alcanzando una cifra que superaba el medio billón de dólares⁵⁸, lo que multiplicaba por cinco el nivel registrado al inicio de la década; de esa cifra, casi 300 mil millones eran emisiones de CDO con colaterales de *structured finance*, sobre todo, tramos *mezzanine* de MBS en gran parte *subprime* (Lewis, 2010: 127). A su vez, el gráfico 5.2. muestra que, a gran distancia, el otro tipo de colateral destacado fueron los préstamos fuera del grado de inversión (*high yield*) que computan principalmente deuda senior no garantizada.

⁵⁸ De los cuales el 79% en 2006 y el 82% en 2007 correspondían a los ocho grandes bancos norteamericanos y a los siete extranjeros que concentraban su negocio de CDO desde EEUU (Fuente: Asset-Backed Alert).

De ese modo, el mercado de CDO se convirtió en el negocio más floreciente de la burbuja financiera que se había creado a raíz de la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, tras el estallido de la crisis inmobiliaria, la emisión de CDO basadas en esos colaterales y todavía mantuvo un buen crecimiento en 2007 registrando la espectacular cifra de 475 mil millones, lo mismo que sucedía con el negocio basado en el otro instrumento decisivo de esos años: los derivados de créditos. En el siguiente capítulo se explican las causas de la aparente paradoja que supuso la continuidad del auge de los mercados de CDO y CDS basados en hipotecas mientras que los indicadores del mercado inmobiliario y la concesión de nuevas hipotecas sufrían un brusco descenso desde finales de 2006.

Gráfico 5.2. Emisión de CDO por tipo de colateral (millones de dólares)



Fuente: SIFMA Structured finance CDO issuance

c) Derivados de crédito

Los CDS (*Credit Default Swap*) surgieron a finales de 1997 como contratos acordados entre dos partes, una compradora y otra vendedora, para proteger un subyacente o instrumento de referencia, fuese de capital o de deuda. El comprador pagaba una prima periódica (*spread*) al vendedor a cambio de asegurarse el derecho a recibir de este el valor de la pérdida por incumplimiento del emisor de referencia en caso de que se produzca ese quebranto (Vilariño 2011b; Slutzki 2010). En aquel momento se trataba de un instrumento de cobertura que utilizaron algunos grandes bancos comerciales (JP Morgan, Manhattan Chase Bank, Citibank) ante el posible default de

bonos corporativos emitidos por ciertas grandes empresas (Lewis 2010; Rajan⁵⁹ 2005).

El comprador de protección tenía la posibilidad de reducir considerablemente los requisitos de capital para su posición larga en el activo de referencia, ya que la normativa consideraba que el riesgo de incumplimiento de esa posición quedaba limitado por haberse asegurado con la compra de protección de un CDS. A la vez, el vendedor de la protección recibía ingresos sin necesidad de realizar desembolsos iniciales a cambio de exponerse al riesgo de incumplimiento de los emisores de deuda (Vilariño 2011a: 111, 2008a).

Se trataba de un tipo de derivado OTC, es decir, un contrato bilateral hecho a medida de las contrapartes, que carecía de liquidez ya que no se podía negociar en un mercado activo (Vilariño 2011a: 111; Mingle⁶⁰ 2007). Según la clasificación del BIS⁶¹ que divide a los derivados OTC en cinco categorías según el tipo de subyacente de los contratos (divisas, tipo de interés, *equity-linked*, materias primas e instrumentos de crédito), los CDS forman parte de esta última categoría en la que representaban más del 90% del total. Por esa razón, habitualmente no se hace distinción entre derivados de crédito y CDS⁶².

Hacia finales de los noventa y los primeros años 2000 los CDS siguieron utilizándose como medio de cobertura ante el riesgo de crédito. Además, el comprador de protección tenía la posibilidad de reducir considerablemente los requisitos de capital para su posición larga en el activo de referencia, ya que la normativa consideraba que el riesgo de incumplimiento de esa posición se reducía por haberse asegurado con la compra de protección de un CDS. El vendedor de protección recibía ingresos sin necesidad de realizar desembolsos iniciales a cambio de exponerse al riesgo de incumplimiento de los emisores de deuda (Vilariño 2011a: 111, 2008b). Sin embargo, en esos años comenzó a quedar patente lo que desde 2005 se convirtió en dominante: la utilización de CDS como instrumento especulativo utilizado cada vez más por agentes que ni necesitaban protegerse (ya que no disponían de los

⁵⁹ Rajan R. (2005): "Has financial development made the world riskier?," Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug, pages 313-369.

⁶⁰ Mingle D. (2007): Credit Derivatives: An Overview, Federal Reserve Bank of Atlanta, issue Q4, 1, 24

⁶¹ Vease Statistics Explorer Table D5.2 disponible en: <http://stats.bis.org/statx/toc/DER.html>

⁶² En el caso de Estados Unidos, según los datos de la Comptroller of the Currency Administration of National Banks, los CDS han llegado a representar el 99% de los derivados de crédito de los bancos comerciales. Fuente: CCANB, OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities 2008, disponible en: <https://www OCC.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/derivatives-quarterly-report.html>)

subyacentes) ni necesitaban disponer de recursos para garantizar esos subyacentes en caso de default.

Según los datos que proporciona la Comptroller of the Currency Administration of National Banks (CCANB) sobre los derivados de los bancos comerciales, entre el último trimestre de 1998 y el primer trimestre de 2008 el valor nominal de los contratos pasó de 33 a 180 billones de dólares, de los cuales la mayoría eran swaps y futuros (70-75%), en su mayoría sobre tipos de interés (65-70%). Dentro de esas enormes cifras, el valor nominal de los contratos de derivados de crédito pasó de 0,1 a 16,4 billones, es decir, un crecimiento espectacular a un ritmo cercano al 70% anual a lo largo de esos nueve años y medio. De ese modo, en el intervalo de esos diez años, la proporción de los contratos CDS en el total de los derivados se elevó del 3% al 9%.

Como se ha explicado en el capítulo tres, el valor nominal se refiere al valor de la referencia pactada sobre el que se calculan los flujos a pagar y sirve como indicador del tamaño de dicho mercado. Ese valor es muy superior al valor bruto de mercado que las contrapartes de los contratos CDS contabilizan en la valoración de sus balances (Vilariño 2011a; BIS⁶³ 2016). Aunque el BIS estima que ese valor de mercado equivale al 3-6% del valor nominal, no obstante, debido a la magnitud alcanzada por las cifras, en el caso de Estados Unidos hacia 2008 ese valor de mercado se acercaba al billón de dólares.

Sin embargo, los riesgos implicados en la negociación de CDS no se limitaban al rápido crecimiento de las cifras mencionadas en la medida en que a partir de 2005 la mayoría de los contratos fueron suscritos como instrumento de especulación sobre la evolución de las hipotecas *subprime*, los MBSsp y los CDO sobre esos bonos. Fue entonces y más aún tras el estallido de la burbuja inmobiliaria a finales de 2006, cuando el nominal de los contratos CDS de los bancos comerciales pasó de 2,3 a 15,9 billones de dólares entre el último trimestre de 2004 y el último trimestre de 2007; mientras que en el mercado OTC global dicho valor pasó de 6,3 a 58,2 billones. En términos de valor bruto de mercado durante el mismo periodo los contratos CDS negociados OTC a nivel mundial pasaron de 133 mil millones de dólares a 2 billones para seguir aumentando con celeridad hasta alcanzar los 5 billones de dólares en diciembre de 2008 (BIS 2015)⁶⁴.

Como se expone a continuación, los CDS se convirtieron en una pieza clave de las operativas desarrolladas en los años de apogeo de la banca de inversión. El hecho de que hasta mediados de 2007 las primas abonadas se mantuvieran bajas parecía

⁶³ BIS OTC derivatives statistics at end-December 2015 disponible en: http://www.bis.org/publ/otc_hy1605.htm

⁶⁴ BIS, Quartely review, June 2015 tabla 19.

responder a un doble motivo de confianza: en la reducida probabilidad de que los prestatarios de las hipotecas incurrieran en default y en la diversificación de riesgos que originaban los MBS y los CDO. Desde ese doble prisma, carecía de importancia que los vendedores de protección que percibían las primas no tuvieran que ofrecer garantías (salvo las que en ocasiones incluían algunos contratos OTC) acerca de sus recursos para hacer frente a los pagos que tendrían que abonar a su contraparte en caso de quebranto; a la vez que los bancos y otros operadores estaban dispuestos a pagar esas primas como protección ante el riesgo de default, a la vez que podían utilizar los CDS en los cálculos sobre sus requisitos de capital y como garantías en las operaciones repos con las que se financiaban.

1.2. Operativas basadas en instrumentos tradicionales y nuevos

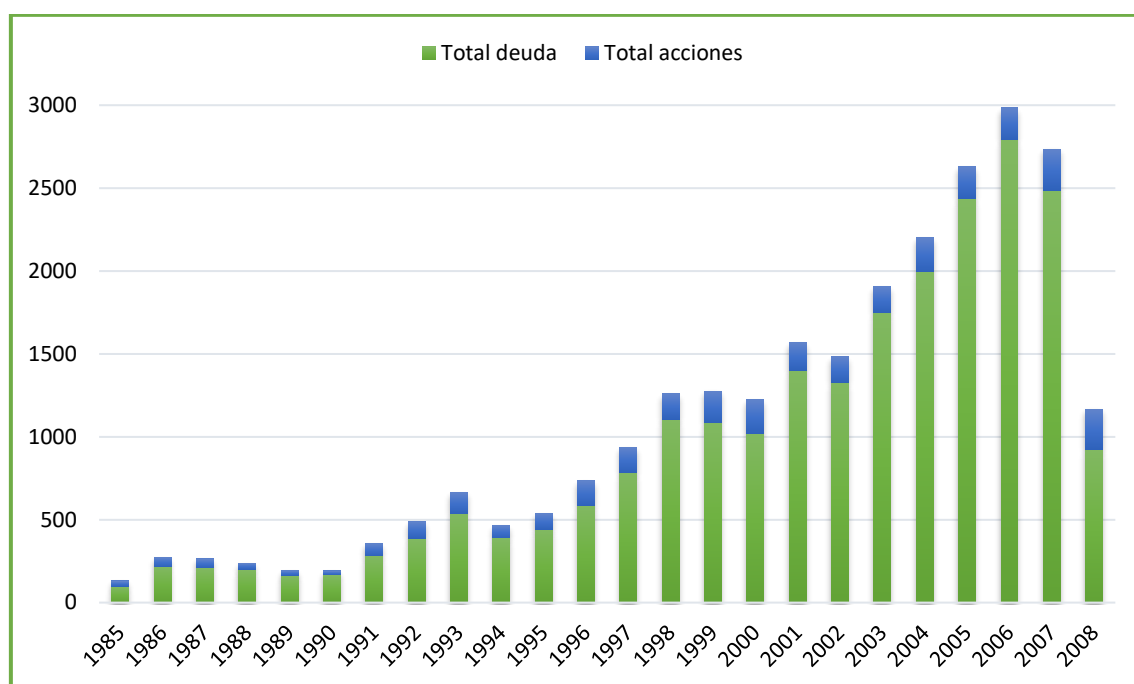
Las operativas llevadas a cabo por los grandes bancos mantuvieron una línea de continuidad con el período anterior a través de la suscripción de títulos, la negociación en los mercados secundarios y la participación en operaciones de fusión y adquisición de empresas. Al mismo tiempo, cobraron una importancia creciente las operativas de “finanzas estructuradas” a través de la utilización de los bonos titulizados, los productos estructurados y los derivados surgidos a partir de los préstamos hipotecarios.

a) Operativas tradicionales

En primer lugar, la suscripción (*underwriting*) de títulos corporativos mantuvo un notable ritmo de crecimiento. Como se expuso en el capítulo 3, mediante esa participación las entidades de banca de inversión aportan financiación a las empresas emisoras de títulos. Sumando las emisiones de títulos de deuda y de acciones, la financiación captada por las empresas a través de la banca de inversión aumentó aceleradamente hasta registrar un máximo de 3 billones de dólares en 2006 (SIFMA 2009). De ese modo, la financiación generada a través de la intermediación de la banca de inversión en el intervalo 1998-2007 multiplicó por cuatro la (elevada) cifra alcanzada en 1985-1998 (gráfico 5.3).

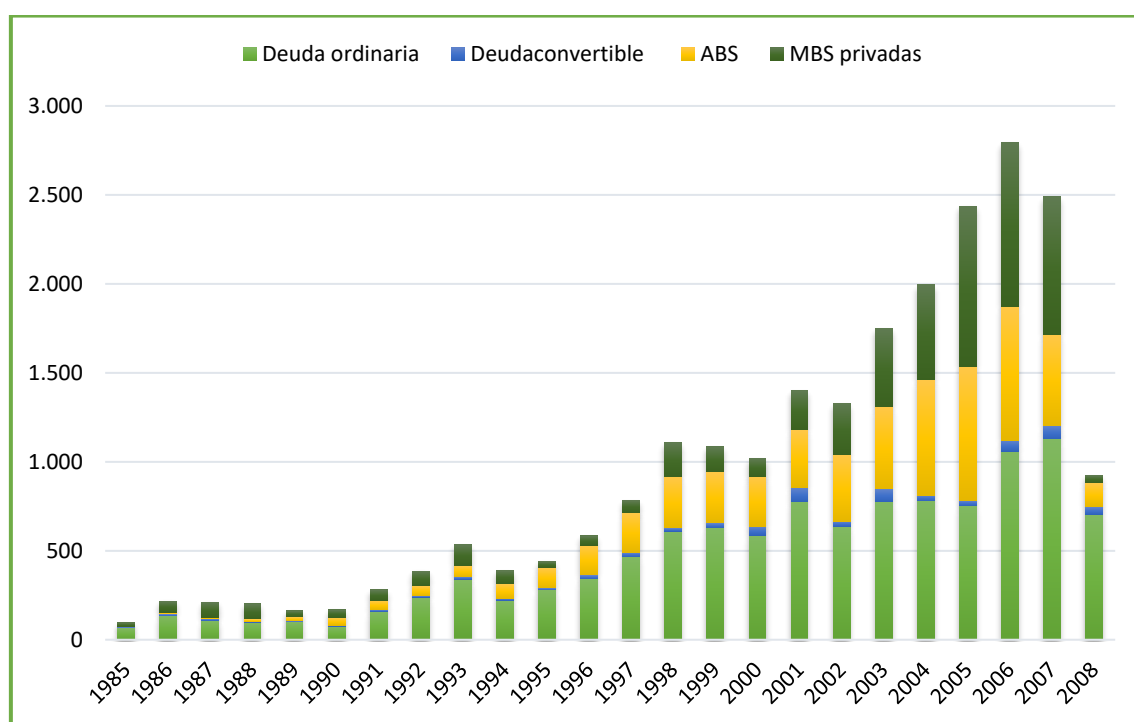
Las suscripciones de deuda, cuyo rápido aumento en el período anterior hizo que a mediados de los noventa su valor anual se acercase al medio billón de dólares, se duplicaron en la segunda mitad de la década y después se aceleraron más hasta acercarse a esos 3 billones de dólares en 2006. Ese acelerado incremento tuvo como protagonista a las emisiones de MBS y de ABS realizadas por entidades privadas de crédito y otras entidades titulizadoras. Las suscripciones privadas de MBS multiplicaron su valor casi nueve veces entre 2000 y 2006, pasando de 100 a 900 mil millones de dólares. Las suscripciones de ABS aumentaron desde menos de 300 a más de 700 mil millones de dólares (gráfico 5.4).

Gráfico 5.3. Suscripciones corporativas (miles de millones de dólares)



Fuente: SIA 2002 y 2009

Gráfico 5.4. Suscripciones corporativas de deuda (miles de millones de dólares)



Fuente: SIA 2002 y 2009

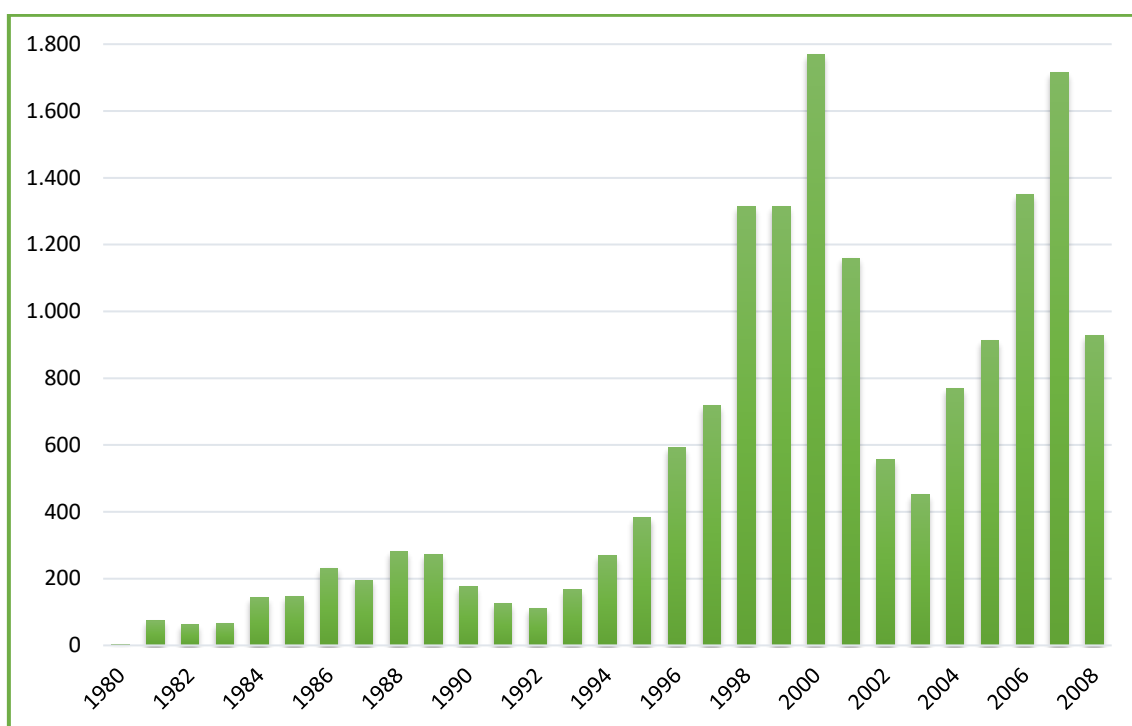
Por su parte, las suscripciones de acciones también aumentaron con rapidez hasta finales de los noventa, con un máximo que se aproximaba a 200 mil millones de dólares en 1999; pero a raíz de la crisis bursátil se estabilizaron en torno a esa cifra y sólo registraron una ligera subida entre 2003 y 2007 hasta 250 mil millones (SIA 2002, 2009). La mayor parte eran emisiones de acciones ordinarias (80-90%), siendo menores las de carácter preferente. Entre las acciones ordinarias, una parte creciente correspondió a las *Initial Public Offering* (IPO), colocadas de forma abierta (*true IPO*) o a través de fondos de capital fijo (*closed-end funds*). Las IPO alcanzaron un máximo en el año 2000 por un valor de 75 mil millones de dólares, reduciéndose después con un valor promedio de 54 mil millones en 2004-2007 (SIFMA 2002 y SIA 2009).

En segundo lugar, prosiguió la operativa tradicional de intermediación en la compra-venta de títulos ya existentes que se negociaban en los mercados secundarios. Su fuerte expansión quedó de manifiesto en las cifras recogidas en el sub-apartado anterior sobre la circulación de esos instrumentos tradicionales. A la vez, la banca de inversión siguió gestionando patrimonios de clientes con grandes recursos invertidos en activos financieros.

Y en tercer lugar, la expansión de la operativa tradicional se realizó a través del negocio creado en torno a las fusiones y adquisiciones de empresas. Igual que la suscripción de acciones, su mejor momento tuvo lugar en la segunda mitad de los años noventa hasta alcanzar su máximo en 2000 (gráfico 5.5). Tras el reflujo posterior, su recuperación desde 2003, en plena burbuja financiero-inmobiliaria, fue equiparable al *boom* de finales de los noventa, volviendo a superar los 1,7 billones de dólares en 2007.

Por tanto, las principales innovaciones que se analizan a continuación no oscurecen la importancia de las actividades desarrolladas mediante esas tres líneas de la operativa tradicional.

Gráfico 5.5. Fusiones y Adquisiciones completadas (miles de millones de dólares)



Fuente: SIA 2002 y 2009

b) Nuevas operativas de finanzas estructuradas

Las innovaciones operativas se conformaron a partir de la utilización de los nuevos instrumentos analizados: MBSsp, CDO y CDS. Su decisiva importancia en el apogeo de la banca de inversión residía en tres características: la extraordinaria magnitud de las operaciones realizadas, la diversidad de combinaciones y el predominio de las operaciones especulativas.

○ *Desde la cobertura hacia la especulación.* Desde sus orígenes, las titulizaciones se usaban para sacar el riesgo de los balances sin que se generasen dudas o problemas acerca de la calidad de los préstamos, sobre todo los hipotecarios⁶⁵ (Lewis 2010). Sin embargo, el paso a las finanzas estructuradas y el dominio de las emisiones privadas de bonos hipotecarios, supuso un significativo aumento de los riesgos en los que incurrían los bonistas ya que se exponían al default de los prestatarios, sobre todo en las hipotecas *subprime*. La proliferación de vehículos de titulización (SIV) y de otros operadores en la *shadow banking* hizo que los MBS se utilizaran de forma masiva para ocultar las características de los

⁶⁵ De hecho, en los años ochenta se utilizaban para gestionar el problema de los pagos anticipados, sin que existiera un riesgo de default debido a los estándares de calidad a los que estaban sujetos los préstamos a titular, de modo que el problema no consistía en si los bonos se pagarían sino cuándo lo serían.

préstamos concedidos y la dimensión de los riesgos asumidos. Se convirtieron en el fundamento del modelo “originar para distribuir” que extremó la degradación de los estándares de concesión de préstamos hipotecarios cuyas consecuencias se analizan en el siguiente capítulo (FCIC 2011; Blinder 2014).

Igualmente, en sus inicios, los CDO se diseñaron para redistribuir el riesgo de los inversores en bonos corporativos o gubernamentales. Sin embargo, a través de los vehículos de titulización y de las entidades que emitían los CDO y gestionaban los activos subyacentes, se produjo una creciente desconexión entre el riesgo de crédito de la cartera y el riesgo de crédito del emisor de los bonos negociables. De ese modo, se transfería el riesgo de crédito hacia los vehículos y desde ellos hacia los inversores finales (Vilariño 2011a: 123; Ashcraft y Schuermann 2008), quedando opacados los riesgos que implicaba la masiva expansión de las hipotecas *subprime*.

De nuevo, los CDS, surgidos como instrumento de cobertura, desde finales de 2004, al calor de la incertidumbre sobre los MBS y los CDO, se usaron cada vez más con fines especulativos (Lewis 2010; Jarsulic 2010), a la vez que se mantenía la confianza en que el riesgo de incumplimiento quedaba limitado por la alta diversificación de las carteras crediticias. Proliferaron así las operaciones “al desnudo” en las que unos operadores pagaban protección sin disponer de los MBS o de los CDO, apostando por el deterioro de las condiciones financieras del emisor de los bonos o por el incumplimiento de los prestatarios de las hipotecas. Si esas previsiones se hacían realidad, darían lugar al aumento de las primas de los CDS con lo que los apostadores podían entrar en otro contrato CDS en posición vendedora y con ello ganarían la diferencia entre la prima pagada como compradores y la recibida como vendedores (Vilariño 2011a). Según Blinder (2014: 66) en 2007 el 80% de los CDS eran al desnudo, reflejando hasta qué punto los grandes bancos apostaban al deterioro de los *subprime*⁶⁶.

○ *Combinación de MBS y CDO*. Como se ha expuesto, durante los años 2000 los tramos de peor calidad de los préstamos hipotecarios y de los MBS se re-titulizaban en CDO que los troceaban y reagrupaban en otras series de tramos. El 80% de esos CDO recibían la calificación AAA por parte de las agencias de rating⁶⁷, mientras que el 20% restante se seguía troceando, obteniendo después la misma calificación. La ingeniería financiera a cargo de los principales bancos sofisticó más esos instrumentos mediante la creación de los CDO² que contenían los tramos *mezzanine*, surgiendo así nuevos productos compuestos por los peores tramos de las MBS a

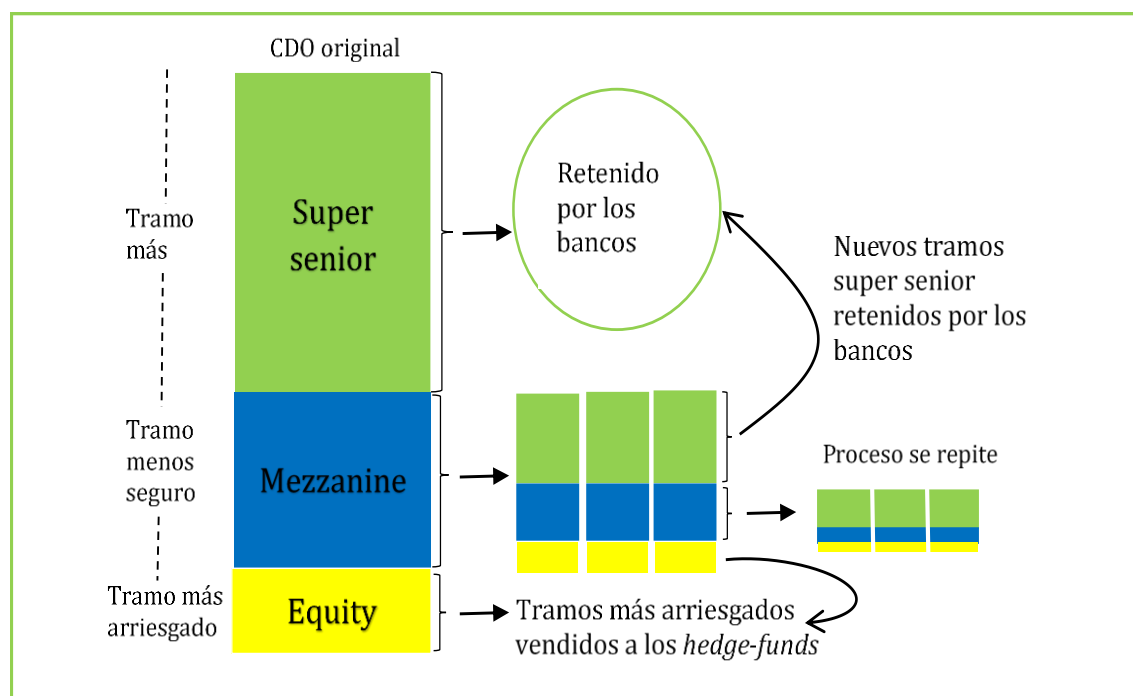
⁶⁶ Además, tomar una posición corta sobre un activo mediante la compra de CDS era una operación mucho más barata que la tradicional posición corta que suponía tomar prestado el título de referencia.

⁶⁷ Blinder (2014) recuerda que la calificación AAA en el sector corporativo era exclusivamente otorgada a un grupo reducido de grandes empresas.

medida que aumentaba la concesión de hipotecas *subprime* y de bonos titulizados a partir de dichas hipotecas. Era “la magia de las titulizaciones” (diagrama 5.3).

Los tramos considerados más seguros quedaban retenidos en los balances de las entidades emisoras según la normativa vigente, mientras que los tramos que inicialmente presentaban mayor riesgo se vendían a entidades como los *hedge funds* y otros operadores de la *shadow banking* (diagrama 5.2). Por consiguiente, el vínculo MBSsp-CDO daba lugar a una estructura financiera cada vez más endeble ya que el valor de los productos estructurados dependía en última instancia del riesgo de crédito de la cartera original de préstamos *subprime*, como muestra el diagrama 5.2⁶⁸.

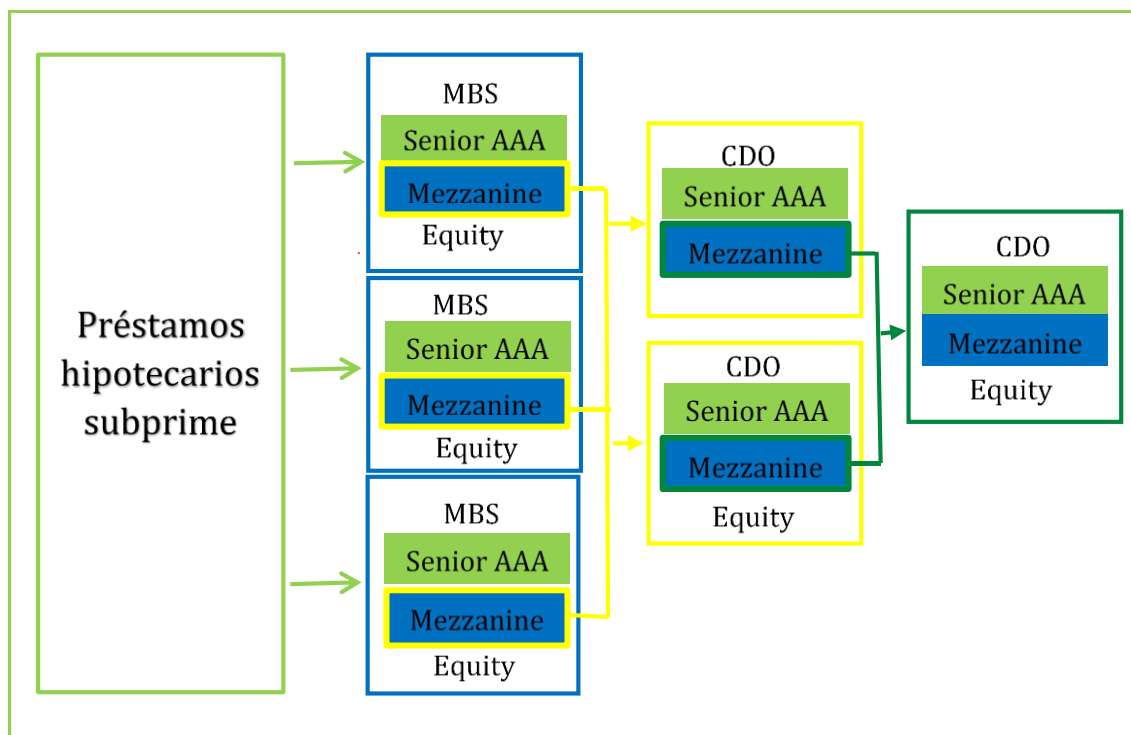
Diagrama 5.2. Conexión en cadena en un CDO



Fuente: tomado de ProPublica, *Banks' Self-Dealing Super-Charged Financial Crisis*
<https://www.propublica.org/article/banks-self-dealing-super-charged-financial-crisis>

⁶⁸ Para calcular el valor razonable de los CDO es habitual usar modelos de valoración que estiman al menos tres parámetros esenciales que, sin embargo, no se pueden contrastar con hechos evidentes: la probabilidad de default, la pérdida que genera ese incumplimiento y la estructura de correlaciones entre los posibles incumplimientos de los deudores iniciales. Las correlaciones de incumplimiento pueden ser muy altas debido a la existencia de factores de riesgo similares entre los acreditados de una cartera de miles de créditos subprime (como un alza de los tipos, por ejemplo) por lo que dicha cartera puede presentar un alto riesgo de concentración (Vilariño 2011a, 2008b).

Diagrama 5.3. El proceso de creación de instrumentos AAA a partir de préstamos subprime



Fuente: tomado de McKinsey Global Institute, *Debt and not much deleveraging*
<http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>

○ *Combinación de CDO con CDS.* Cada nuevo CDO creado representaba una parte minoritaria de alrededor del 20% de su subyacente, tratándose precisamente del tramo que, por no contar con la máxima calificación crediticia, no se podía colocar con facilidad a los inversores finales. Eso implicaba que para obtener una estructura CDO del mismo valor que el MBS a partir del que se había creado, se tendrían que haber otorgado mayor cantidad de préstamos que para conseguir dicho MBS (Lewis 2010). Siendo más costoso y difícil obtener la cantidad de *subprime* necesaria, se optaba por referenciar los tramos del nuevo CDO a préstamos *subprime* concedidos con anterioridad y, por tanto, que ya existían en el mercado, vinculando los cobros y pagos del CDO a la evolución de dichos *subprime* a través de una cartera de CDS como subyacente (Lewis 2010; FCIC 2011). De ese modo, la complejidad creada por la ingeniería financiera daba lugar a un producto financiero, CDO sintético, que utilizaba como subyacente a otro, CDS, que previamente estaba referenciado a otro subyacente (hipotecas, MBS, CDO). Por tanto, ni siquiera se creaban préstamos o bonos nuevos, sino simples apuestas laterales sobre los créditos existentes.

Elevando la complejidad hasta el límite de sofisticación, esa cartera de CDS podía ser comprada por un inversor que apostase por el deterioro de las hipotecas *subprime* de referencia, en una operación al desnudo cuya evolución afectaría al comprador

último de los tramos sintéticos. Los flujos generados por el CDS replicaban a los generados por los bonos hipotecarios vendidos al bonista o al inversor final tomados como referencia: la prima pagada por el comprador de CDS era la réplica del *spread* sobre LIBOR recibida por el inversor final. Y, al revés, las potenciales ganancias para el comprador de CDO en caso de default sobre las *subprime* eran idénticas a las potenciales pérdidas del inversor que poseía los bonos hipotecarios tomados como referencia para el CDO sintético (Lewis 2010).

- *Combinación triangular de MBS, CDO y CDS.* Los tramos inferiores de MBS eran transferidos a los CDO, mientras que los CDS proporcionaban cobertura ante el eventual incumplimiento. Sin embargo, la característica común de los tres instrumentos era su iliquidez estructural al negociarse únicamente en OTC, sin mercados secundarios, lo cual era un rasgo de suma relevancia que introducía un alto grado de subjetividad en la valoración de los instrumentos con los que se operaba y en la medición de los riesgos a los que se exponían los operadores financieros (Vilariño 2011a)⁶⁹.

Pese a ello, como los instrumentos recibían calificaciones AAA eran considerados como si fueran productos altamente líquidos y seguros (similares a los bonos del Tesoro) y se podían computar en el cálculo de los requerimientos de capital, formando parte de la cartera de activos líquidos de las entidades. De ese modo, se obviaba por completo que la liquidez no es una cualidad intrínseca de un instrumento financiero, sino que depende tanto de sus características como de condiciones exógenas sujetas a cambios en el tiempo, como son, la capacidad de pago del deudor, la profundidad del mercado donde se negocia el instrumento y el contexto financiero y económico.

1.3. Funciones de banca de inversión: combinación y jerarquía

Las funciones ejercidas por la banca de inversión eran las que quedaron configuradas en el período anterior cuando los bancos de inversión incorporaron la ingeniería financiera y el *trading* por cuenta propia como funciones relevantes que se sumaban a sus dos funciones tradicionales, la asesoría y la intermediación en los mercados de capital. El cambio fundamental que se produjo desde los últimos años noventa estuvo relacionado con la transformación que experimentaron la combinación y la jerarquía entre esas cuatro funciones.

El desarrollo de los nuevos instrumentos y operativas basados en las finanzas estructuradas supuso la integración de los mercados de dinero y de capital a través de tres mecanismos complementarios:

⁶⁹ Las consecuencias de ese carácter ilíquido de esos instrumentos, de los problemas de valoración y de la falta de supervisión adecuada se analizan en el siguiente capítulo.

- a. La relación entre los préstamos hipotecarios y el triángulo MBSsp-CDO-CDS;
- b. La relación entre las entidades que actuaban en los mercados de capital y los prestamistas que les financiaban;
- c. La proliferación de diferentes tipos de vehículos financieros a través de los cuales se interconectaban los bancos comerciales y de inversión con prestamistas hipotecarios no-bancos, compañías de seguro y otros agentes financieros.

El auge y la interacción de esos tres mecanismos estuvieron asociados a las transformaciones del marco institucional y la dinámica económica analizados en el capítulo anterior. De un lado, la *Gramm-Leach-Bliley Act* suprimió los obstáculos legales que impedían esas interconexiones entre los mercados y entre las entidades. Los restantes cambios institucionales conformaron un marco plenamente desregularizado en el que los agentes privados determinaban las reglas de funcionamiento efectivo de los mercados. El dominio absoluto de la informalidad institucional permitía que la introducción de cualquier innovación en los instrumentos y en las operativas promovidas por los agentes privados. De otro lado, desde 2002 la dinámica económica estuvo dominada por la expansión de la doble burbuja inmobiliario-financiera que respondía a las decisiones de los inversores financieros.

Ambas transformaciones explican la espectacular expansión de unos mercados de capital basados en la creciente emisión de préstamos hipotecarios de decreciente calidad crediticia, el surgimiento de vehículos de inversión y de modalidades de financiación creados a través de la ingeniería financiera para impulsar esa expansión. Se explica así que las entidades de banca de inversión decantaran cada vez más su actividad preferente hacia la inversión por cuenta propia en los mercados de capital MBSsp-CDO-CDS, ya que proporcionaban beneficios muy elevados.

De ese modo, se produjo una modificación sustantiva entre las funciones ejercidas por la banca de inversión. La prioridad de la función inversora supuso también que la función innovadora se orientara a favorecer las oportunidades de inversión en esos nuevos instrumentos, mientras que las funciones de asesoría e intermediación seguían desarrollándose, pero condicionadas por ese cambio de prioridades

a) Desplazamiento hacia la shadow banking

El término *shadow banking* se utiliza con diferentes significados por lo que su contenido ha ido perdiendo precisión. Bajo esa denominación se incluyen tanto a ciertas entidades como los *private equity* y los *hedge funds*, como a ciertos instrumentos derivados y otros negociados en mercados OTC, como a los

instrumentos procedentes de titulizaciones y a las entidades bancarias que para su financiación no toman depósitos como lo hacen los bancos comerciales. Por tanto, incluye a las entidades cuya financiación procede en gran parte de los mercados financieros y a la vez realizan una función de intermediación crediticia que consiste en la reasignación del capital de los ahorradores a los inversores, que sería propia de los bancos comerciales. La principal diferencia reside en que al no tomar depósitos minoristas no tienen acceso a las garantías del FDIC y no están bajo el control regulador-supervisor de la FED (FCIC 2011; IMF 2013). Ello implica menores requerimientos de capital, así como la posibilidad de aumentar las exposiciones a los distintos riesgos financieros a través de la negociación de instrumentos estructuralmente ilíquidos y sin límite sobre los niveles de apalancamiento.

De tal modo, esa posición era la que inicialmente caracterizaba a operadores como aquellos *private equity*, los *hedge funds* y otros, y cuya actividad se situaba en gran medida al margen de las normativas vigentes (FCIC 2011; IMF 2013). Sin embargo, desde finales de los noventa la expansión de los nuevos instrumentos y las operativas en torno al triángulo MBSsp-CDO-CDS hizo que, dando prioridad a su función inversora, los grandes bancos desplazaran una parte creciente de su actividad hacia la *shadow banking*⁷⁰. A través de la ingeniería financiera, de forma directa o bien mediante la creación de vehículos, la actividad de los grandes bancos fue asumiendo las características arriba mencionadas.

b) Emisores y suscriptores de MBSsp

La tabla 5.3 muestra las entidades que lideraban la concesión de hipotecas *subprime* en 2006. Los diez mayores prestamistas concentraban el 60% del total de préstamos concedidos en condiciones *subprime*. De ellos, unos eran grandes entidades no bancos, como Countrywide, New Century Financial, Ameriquest y Washington Mutual, otros eran bancos comerciales (devenidos en holdings tras la GBLA) como HSBC, CitiGroup y Wells Fargo; y otros eran filiales de bancos de inversión como First Franklin (de Merrill Lynch) y de grandes empresas industriales como WMC Mortgage (de General Electric).

A su vez, la tabla 5.4 muestra cómo el negocio de convertir hipotecas (en una proporción creciente) en bonos presentaba una concentración incluso mayor. Las diez mayores emisoras de bonos titulizados suponían el 63% y las 25 primeras controlaban el 95%. Entre las líderes volvían a situarse los principales prestamistas, junto con bancos de inversión como Lehman Brothers. Seguidamente, la suscripción

⁷⁰ Los riesgos que acarrea ese desplazamiento se analizan en el siguiente capítulo.

de las emisiones de MBS (tabla 5.5)⁷¹ presentaba un completo protagonismo de los grandes bancos comerciales y de inversión, donde los cinco primeros concentraban más de la mitad de las suscripciones y los diez primeros casi las tres cuartas partes del total (Ashcraft y Schuermann 2008; FCIC 2011; Adrian y Shin 2008a).

Después de llevarse a cabo las suscripciones de MBS, una parte significativa de esos bonos y, en una proporción bastante mayor, de los CDO creados a partir de los bonos, fueron adquiridos por los grandes bancos. Como se analiza en el siguiente capítulo, el atractivo de su rentabilidad (unido a la despreocupación de los riesgos potenciales) hizo que sobre todo algunos bancos de inversión, como Bear Stearns y Lehman Brothers, concentraran en 2007 el 12-13% de sus activos en instrumentos relacionados con préstamos hipotecarios (Masood 2009; ECB 2009; FCIC 2011).

⁷¹ Los datos de esa tabla incluyen al conjunto de las MBS (no sólo subprime) y se refieren a 2007, de modo que no son plenamente homogéneos para comparar con los anteriores, pero sí aportan una buena aproximación sobre las diferentes actividades de cada tipo de entidades.

Ranking de los mayores operadores en los mercados relacionados con hipotecas *subprime*

Tabla 5.3. Los principales prestamistas en origen de hipotecas *subprime* en 2006 (miles de millones de dólares y %)

	Prestamista en origen	Volumen	Cuota de mercado
1	HSBC	52,8	8,8
2	New Century Financial	51,6	8,6
3	Countrywide	40,6	6,8
4	CitiGroup	38	6,3
5	WMC Mortgage (General Electric)	33,2	5,5
6	Fremount	32,3	5,4
7	Ameriquist Mortgage	29,5	4,9
8	Option One	28,8	4,8
9	Wells Fargo	27,9	4,7
10	First Franklin (Merrill Lynch)	27,7	4,6
	Top 10	362,4	60,4
	Total	600	100

Fuente: Jarsulic (2010: 23)

Tabla 5.4. Los principales emisores de MBS *subprime* (miles de millones de dólares y %)

	Prestamista	2005		2006	
		Volumen	Cuota	Volumen	Cuota
1	Countrywide	38,1	7,5	38,5	8,6
2	New Century	32,4	6,4	33,9	7,6
3	Option One	27,2	5,4	31,3	7
4	Fremont	19,4	3,8	29,8	6,6
5	Washington Mutual	18,5	3,6	28,8	6,4
6	First Franklin	19,4	3,8	28,3	6,3
7	Residential Funding Corp	28,7	5,6	25,9	5,8
8	Lehman Brothers	35,3	6,9	24,4	5,4
9	WMC Mortgage	19,6	3,9	21,6	4,8
10	Ameriquist	54,2	10,7	21,4	4,8
	Top 25	417,6	82,2	427,6	95,3
	Total	508	100	448,6	100

Fuente: Ashcraft y Schuermann (2008)

Tabla 5.5. Los principales suscriptores de MBS (millones de dólares y cuotas de mercado por entidad)

		Numero de ofertas	Cuota de mercado	Ganancias totales + sobreasigna- ción*
1	Lehman Brothers	120	10,8	100.109
2	Bear Stearns & Co. Inc.	128	9,9	91.696
3	Morgan Stanley	92	8,2	75.627
4	JP Morgan	95	7,9	73.214
5	Credit Suisse	109	7,5	69.503
6	Bank of America Securities LLC	101	6,8	62.776
7	Deutsche Bank AG	85	6,2	57.337
8	Royal Bank of Scotland Group	74	5,8	53.352
9	Merrill Lynch	81	5,2	48.407
10	Goldman Sachs	60	5,1	47.696
11	Citigroup	95	5	46.754
12	UBS	74	4,3	39.832
Top 6		645	51,1	472.925
top 12		1114	82,7	766.303

* La sobreasignación (overallotment) es una opción que permite a los suscriptores la venta adicional de títulos por encima de los acordados inicialmente.

Fuente: Coffee (2009)

*c) De creadores de mercado a principales inversores en nuevos instrumentos:
vendedores de protección en CDS y promotores de CDO sintéticos*

Desde su aparición a mediados de los noventa hasta 2004 los grandes bancos ejercieron como intermediarios o creadores de mercado de CDS entre los compradores y los vendedores de protección. Actuaban como contraparte en ambos lados de la negociación mediante dos operaciones individuales que vinculaban las posiciones largas con las cortas entre los negociadores de CDS, obteniendo por ello un beneficio en forma de comisiones cobradas a ambos, sin apenas riesgo para el intermediario (FCIC 2011). De ese modo, el comprador y el vendedor final del contrato CDS desconocían quien era su contraparte última ya que ambos participaban en el mercado a través de un banco de referencia (Lewis 2010; Blinder 2014, Jarsulic 2010). Por ello, los bancos adoptaban posiciones “neteadas”, en las que el tanto el valor positivo/negativo de sus contratos, como el número de contratos comprados/vendidos eran aproximadamente iguales.

Desde 2005, atraídos por la rentabilidad que ofrecía aquel mercado recién surgido, bancos como Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, Goldman Sachs y UBS, optaron por realizar operaciones del lado vendedor de CDS, apostando a que los mercados de MBSsp y CDO mantendrían su vigor y generarían los beneficios esperados, conforme los prestatarios de las hipotecas devolvieran los préstamos⁷² (FCIC 2011; Lewis 2010).

La participación en el negocio de CDS fue más intensa si se considera la relevancia de los llamados “CDO managers”, esto es, los vehículos vinculados a esos grandes bancos que les compraban CDO para venderlos a inversores finales, cobrando por ello una comisión como intermediarios. El más conocido fue Harding Advisory, que compró casi todos los CDO creados por Merrill Lynch, con una gran concentración de préstamos *subprime*. Esa entidad llegó a gestionar 15 mil millones de dólares en CDOs, equivalente al 3,75% de dicho mercado a escala mundial (Lewis 2010: 140-2). También destacaron los *hedge funds* vinculados a grandes bancos, como Bear Stearns Asset Management y Global Proprietary Credit Group que alcanzó una posición de 16 mil millones en tramos AAA de CDO comprados para la cuenta de Morgan Stanley (Lewis 2010: 206). En primera instancia, esos vehículos debían velar por el interés de los inversores finales, analizando la calidad de los tramos de los CDO y reemplazando antes de venderlos a los bonistas los tramos deteriorados.

La intervención de esos vehículos generaba evidentes distorsiones en el funcionamiento de los mercados de CDO y CDS. De un lado, entidades no expuestas a los riesgos derivados de tener una posición compradora en CDO, como Harding, eran las que, de hecho, gestionaran dichos riesgos. De otro lado, el auge de la demanda de nuevos CDO actuaba como estímulo hacia el mercado de *subprime* debido a la entrada de nuevos operadores dispuestos a comprar esos tramos de CDO que recibían excelentes calificaciones por parte de las agencias de rating. De ese modo, cuando en 2007, tras estallar la burbuja inmobiliaria, se fueron agotando las emisiones de hipotecas *subprime* y de MBSsp, surgieran CDO sintéticos, impulsados por el continuo aumento de la demanda de CDO.

Como réplica, ese auge de los productos estructurados impulsó más el mercado de CDS en posición corta como apuesta desde el lado contrario, de manera que se desarrolló un mercado paralelo de apuestas laterales sobre *subprime* ya existentes en el mercado. De un lado, se apostaba al deterioro de las *subprime* mediante la compra de CDS desnudos y de otro lado se utilizaban esos mismos CDS como subyacentes de CDO sintéticos comprados por inversores que apostaban por la solidez del mercado *subprime*. Lewis (2010) estima que del total de CDO emitidos a

⁷² Aunque, como se expone en el capítulo siguiente, el mayor vendedor de protección siguió siendo AIG, que hasta junio de 2007 había suscrito CDS sobre tramos AAA de CDO por valor de 79 mil millones de dólares, multiplicando por cinco la alta exposición que ya tenía a finales de 2005. (Vilariño2008a; Lewis 2010; FCIC 2011; Masood 2009).

nivel mundial alrededor de 240 mil millones, más de la mitad, estaban en posesión de los grandes bancos de Wall Street, los CDO managers y las principales monolíneas (AMBAC Financial Group, MBIS Inc. y otras) De esa forma el vendedor de CDS fue remplazado por el comprador de CDO sintético cuya contraparte última ahora era el comprador de CDS al desnudo.

d) De creadores de mercado a principales inversores en nuevos instrumentos: vendedores de MBSs y compradores de protección

Los compradores de protección mediante CDS eran de dos tipos. Unos poseían bonos hipotecarios y/o productos estructurados basados en las *subprime*, que necesitaban cubrir sus posiciones ante el riesgo de crédito. Otros eran *hedge funds* y otras entidades que apostaban contra el mercado *subprime*. En este segundo grupo se utilizaban dos estrategias distintas.

La primera estrategia correspondía a los inversores que habían estudiado la composición de los MBS y los CDO desde 2005 e intuían que los compradores de esos instrumentos habían incurrido en altas exposiciones al riesgo. Por ese motivo, apostaban al deterioro de los subyacentes *subprime*, con posiciones compradoras al desnudo de CDS, sin poseer los bonos hipotecarios. Así actuaron *hedge funds* de tamaño medio como Scion Capital, Cornwall Capital, Front Point (Morgan Stanley), Harbinger Capital, y otras de mayor tamaño como el fondo de inversión Paulson & Co⁷³, así como las mesas de negociación de algunos grandes bancos, como la de Greg Lippmann en Deutsche Bank (Lewis 2010; FCIC 2011).

La segunda estrategia era la de otros inversores, también *hedge-funds*, *private equity* y otros de la *shadow banking* que usaron los CDS como apuesta contra los tramos *equity* de los bonos MBS que ellos mismos habían comprado. Es decir, no se trataba de una posición corta en CDS puesto que habían comprado el subyacente, sino de una apuesta al deterioro de esos bonos hipotecarios de los que habían comprado deliberadamente el tramo de peor calidad crediticia con la intención de apostar en su contra, a través de la compra de CDS. Si la estrategia funcionaba tales inversores perderían por la compra de los MBS pero las ganancias que obtendrían por sus posiciones en CDS serían mucho mayores. De ese modo, obtuvieron elevados rendimientos y a la vez se pudieron beneficiar de un trato privilegiado por parte de los bancos de inversión intermediarios para deshacerse de los tramos invendibles de MBS y CDO. Según una encuesta realizada por la FCIC, hasta junio de 2007 los mayores *hedge funds* con posiciones largas en tramos *equity* de MBS se elevaron a

⁷³ En 2007 registró ganancias de 15 mil millones de dólares sobre una inversión de 12,5 mil millones en 2007, lo que supuso un retorno superior al 100%. Fuente: *Statement to U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform*. November 13, 2008.

25 mil millones de dólares sobre las cuales adquirieron 45 mil millones de CDS en forma de protección (FCIC 2011: 192). De esta forma la compra de CDS cubría plenamente las pérdidas que tendrían por el default de *subprime*, quedando un holgado margen de beneficio obtenido mediante la compra de protección cuando se produjese el incumplimiento⁷⁴.

A partir de finales de 2006, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y el aumento de los impagos de hipotecas, los principales *dealers* en el mercado CDS cambiaron súbitamente sus posiciones y se convirtieron en compradores netos de protección. Así, en 2008, salvo J. P. Morgan Chase, los grandes bancos presentaban grandes posiciones netas compradoras: Goldman Sachs en 37 mil millones, Bank of America y Morgan Stanley en 24 y 22 mil millones, Merrill Lynch y Wachovia en 9 mil millones protección, igual que los grandes bancos extranjeros, como Deutsche Bank y HSBC, con fuerte presencia en Estados Unidos (Markose 2012; ECB 2009).

De ese modo, con el paso de los años el mercado de CDS también presentó un alto grado de concentración en torno a los grandes bancos. Según datos de finales de 2008 los contratos CDS comprados y vendidos por las cinco primeras entidades (JP Morgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs, Citigroup y Morgan Stanley) suponían casi el 80% del mercado de CDS a escala mundial (Markose 2012; ECB 2009; Adrian y Shin 2008b). Sin embargo, casi todos esos bancos siguieron disponiendo de oportunidades para registrar según su conveniencia las operaciones realizadas con CDS y otros derivados OTC, lo cual suponía una creciente acumulación de riesgos, que se analiza en el capítulo siguiente.

1.4. Resultado 7: Transformación de los mercados de capital

El análisis confirma que desde los últimos años noventa los mercados de capital volvieron a registrar cambios profundos:

1. Surgieron y tuvieron un desarrollo masivo tres nuevos instrumentos (MBSsp, CDO y CDS) y una amplia y compleja red de operativas basadas en esos instrumentos.
2. La creación y difusión masiva de esos instrumentos y de esa operativa estuvieron vinculadas con la plena informalización del marco institucional a raíz de la GLBA y con la dinámica económica basada en la doble burbuja inmobiliario-financiera.

⁷⁴ Magnetar fue uno de los *hedge funds* que mayores ganancias obtuvieron de la combinación de una posición compradora (de tramos *equity* de CDO) y otra vendedora (compra de CDS). Para más información en este sentido véase ProPublica, The Timeline of Magnetar's Deals en: <https://www.propublica.org/special/the-timeline-of-magnetars-deals>

3. Los cambios significaron la creciente importancia de la función inversora, firmemente apoyada por la función de ingeniería financiera aplicada a los nuevos instrumentos y operativas.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que desde finales de los años noventa la nueva fase de desarrollo de la banca de inversión supuso modificaciones sustanciales en los mercados de capital *en la medida* en que los nuevos instrumentos y operativas modificaron la jerarquía de las funciones realizadas por la banca de inversión.

2. EL DOMINIO DE LOS GRANDES BANCOS

En primer término, los datos referidos al grupo NYSE, es decir, las entidades dedicadas a la industria de títulos que cotizaban en la Bolsa de Nueva York, indican que su número siguió disminuyendo hasta suponer alrededor de 200 empresas, lo que representaba el 4-5% del total de firmas registradas en la SEC y FINRA (SIA 2009) en el que no están incluidas los bancos comerciales que se habían convertidos en holding financieros a raíz de la aprobación de la GLBA. Pese a ello, ese grupo siguió concentrando entre el 70% y el 80% de los ingresos, los activos y el capital de toda la industria.

A la vez, dentro del grupo NYSE las diez mayores firmas detentaban entre el 50% y el 70% de los ingresos y el capital del grupo, mientras que las siguientes 15 entidades poseían otro 15-25%. Por tanto, 25 grandes entidades acapararon niveles de concentración superiores a los registrados en el período anterior (SIA 2009).

2.1. Fortalecimiento empresarial del núcleo “*too big*”

La tabla 5.6 revela otro indicador del grado de concentración que se obtiene al comparar el valor de los activos financieros de los nueve grandes bancos de Wall Street (cuatro holdings y cinco bancos de inversión) con el PIB de Estados Unidos: en 2000 representaba el 39%, en 2003 el 45% y en 2007 más del 70%. Si se le suman otros seis grandes bancos no estadounidenses (pero con importante presencia en los mercados estadounidenses), Credit Suisse, UBS, Deutsche Bank, HSBC Barclays y Nomura, y se compara el valor de sus activos con el PIB mundial entonces se observa que el peso relativo de esos 15 gigantes financieros pasó del 20% en 2000 al 38% en 2007 (Federal Reserve of St. Louis; Informes anuales de varias entidades).

Tabla 5.6. Total activos de los holding bancarios y bancos de inversión (miles de millones de dólares)

	2000	2003	2007
<i>Citigroup</i>	902	1.264	2.188
<i>Bank of America</i>	642	736	1.716
<i>JP Morgan Chase</i>	715	771	1.562
<i>Wells Fargo</i>	272	388	575
Cuatro holding	2.532	3.159	6.041
<i>Goldman Sachs</i>	290	404	1.120
<i>Morgan Stanley</i>	427	603	1.045
<i>Merrill Lynch</i>	407	480	1.020
<i>Lehman Brothers</i>	225	312	691
<i>Bear Stearns</i>	171	212	395
Cinco bancos de inversión	1.520	2.011	4.272
<i>PIB EEUU</i>	10.285	11.511	14.478
Activos de los nueve/PIB (%)	39	45	71

Fuente: Informes anuales de cada entidad, varios años

a) Ingresos

Durante la segunda mitad de los noventa, el grupo NYSE incrementó con rapidez la cuantía de sus ingresos, prácticamente en escala vertical, triplicando su cifra de 75 a 245 miles de millones de dólares en el contexto de la burbuja bursátil de aquellos años y que los grandes bancos estadounidenses actuaban a escala mundial. Después, tras el estallido de la burbuja y la sucesión de escándalos que afectaron a importantes empresas, los ingresos se redujeron durante varios años hasta recuperar una senda alcista desde 2003 que se aceleró a mediados de la década en el contexto de la doble burbuja inmobiliario-financiera, alcanzando una cifra record de 350 mil millones de dólares (Fuente: BoG FRB).

El crecimiento resultó más ostensible en los nueve grandes bancos de Wall Street, cuyos ingresos comenzaron a recuperarse en 2003 y ya en 2007 se vieron afectados ya por los primeros signos de la crisis, de modo que Bear Stearns y Merrill Lynch arrojaron sendas caídas y los demás redujeron su ritmo de crecimiento, aunque con grandes diferencias entre ellos. Como muestra la tabla 5.7, durante el apogeo 2004-2006 que precedió a esa desaceleración, dos entidades (Citigroup y Wells Fargo) tuvieron un crecimiento medio en torno al 15% anual, otras cinco tuvieron tasas anuales del 30-33% y otras dos (Goldman Sachs y Lehman Brothers) por encima del

40% anual. Pero incluso si se considera el año 2007, salvo los dos primeros holdings mencionados, cuyas tasas medias se sitúan en el 14% anual durante el cuatrienio, las otras cinco firmas registraron tasas medias anuales en torno al 25% y Goldman Sachs y Lehman Brothers superaron el 35% anual⁷⁵.

Si los datos se toman de forma agregada, los cinco bancos de inversión duplicaron sus ingresos entre 2000-07, desde 150 a 300 mil millones de dólares, mientras que los cuatro holdings financieros los multiplicaron por cuatro, desde 250 a 450 mil millones de dólares.

Tabla 5.7. Evolución de los ingresos brutos por entidad (tasa de variación anual)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Holding financieros</i>								
Citigroup	36	0	-17	2	14	11	22	9
Bank of America	12	-8	-13	6	34	30	37	2
JPM Chase	78	-16	-14	2	28	40	24	17
Wells Fargo	26	-2	6	12	7	19	19	12
<i>Bancos de inversión</i>								
Goldman Sachs	30	-6	-27	3	26	45	60	27
Morgan Stanley	34	-4	-26	8	13	31	48	11
Bear Stearns	30	-15	-21	7	14	37	43	-2
Merrill Lynch	27	-14	-27	-3	17	47	48	-10
Lehman Brothers	39	-15	-25	3	23	53	44	26

Fuente: Informes anuales de cada entidad, varios años

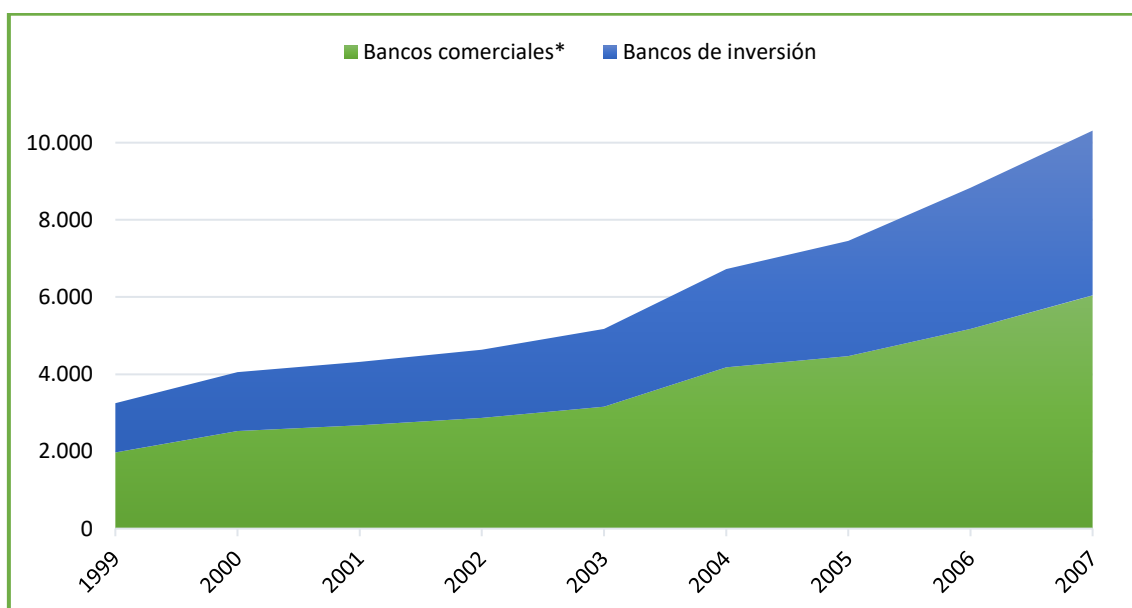
⁷⁵ Lo mismo sucedió con las firmas extranjeras con fuerte presencia en los mercados estadounidenses, como Deutsche Bank, UBS y HSBC. Así, tomando el ejemplo de UBS, entre 2005 y 2007, aproximadamente el 30% de sus ingresos de UBS y en torno a la mitad de sus activos correspondían a su actividad en Estados Unidos (incluyendo una pequeña parte obtenida en otros países del continente americano).

b) Activos y capitalización de mercado

La evolución de los activos revela rasgos similares a los expuestos para los ingresos. En primer lugar, entre 2000 y 2007 los activos del grupo NYSE crecieron bastante más que en el período anterior hasta alcanzar los 4,6 billones de dólares frente a 1,7 billones en 1999. Con respecto al PIB de EEUU, esos activos elevaron su porcentaje desde el 20% hasta superar el 30% en 2007 (Fuente: BoG FRB). Si los datos se refieren a los nueve grandes bancos de Wall Street se aprecia que entre 1999 y 2007 los activos de los cuatro holdings (no pertenecientes al grupo NYSE) se multiplicaron por 3, de 2 a 6 billones de dólares, mientras que para los poseídos por los cinco bancos de inversión se multiplicaron por 4, de 1 a 4 billones de dólares (gráfico 5.6).

Por tanto, durante esos años las nueve grandes entidades de Wall Street incrementaron sus activos de forma espectacular en 7 billones de dólares. Observando los resultados individuales, destaca Citigroup como líder de los holdings financieros alcanzando más de 2 billones de dólares en activos totales en 2007 más del doble con respecto al año 2000. No obstante, fue BoA el que más creció durante el mismo periodo cuyos activos se multiplicaron por 2,6 veces de 600 mil millones a 1,7 billones de dólares. Entre los bancos de inversión el líder incontestable fue Goldman Sachs, y a la vez el banco que mayor crecimiento experimentó, con 1,1 billones en 2007 que se habían multiplicado 3,8 veces desde los 290 mil millones del año 2000.

Gráfico 5.6. Total activos bancos de EEUU (miles de millones de dólares)



** Incluye a los bancos extranjeros que operan en EE. UU (también a Credit Suisse desde 2005 y a Nomura desde 2002)*

Fuente: Informes anuales de cada entidad, varios años

Si el fortalecimiento de esos bancos se examina a través del valor de capitalización de mercado, entre 2000 y 2007, el valor agregado de las nueve grandes entidades se elevó desde 868 a 956 mil millones de dólares. En primer término, la tabla 5.8 muestra que la capitalización de los cuatro holdings es muy superior al de los bancos de inversión, con la excepción entre estos de Morgan Stanley cuyo tamaño sólo era inferior al del mayor holding, Citigroup, y algunos años al segundo, Bank of America. En segundo lugar, a pesar del fuerte incremento de sus cifras de ingresos, activos y beneficios, Citigroup, el mayor de los nueve grandes bancos no aumentó su capitalización entre 2000 y 2007; tras el fortísimo incremento de su valor en la segunda mitad de los noventa alcanzó un máximo de 251 mil millones de dólares en 2001 y después osciló entre 200 y 240 mil millones. Los otros tres holdings sí mostraron una tendencia al alza, aunque con cifras de capitalización bastante inferiores. Tras la fusión de los dos bancos medianos que dieron lugar a Bank of America en 1998, su valor creció con rapidez, pasando de menos de 80 mil millones en 2000 a 220 mil millones en 2006-07; JP Morgan Chase lo elevó con fuerza desde 71 a 160 mil millones y Wells Fargo lo hizo desde 73 hasta 115 mil millones.

En tercer lugar, la evolución de los bancos de inversión muestra que la entidad de mayor tamaño, Morgan Stanley, redujo fuertemente su capitalización, mientras que los otros cuatro la elevaron, pero sus cifras de capitalización seguían siendo bastante menores que las de los cuatro holdings. Por un lado, Morgan Stanley, experimentó un rápido aumento de su valor desde mediados de los años 90 hasta un máximo de 327 mil millones en 2000; pero a continuación inició un descenso igualmente intenso que redujo su valor hasta cifras en torno a 60-70 mil millones desde 2004 (tabla 5.8). Por otro lado, Goldman Sachs duplicó su valor entre 2000 y 2007, hasta superar los 80 mil millones; y los otros tres bancos elevaron sus respectivos valores, aunque al final del período sus cifras seguían siendo menores: Lehman Brothers y Merrill Lynch se situaban entre 40 y 30 mil millones de dólares, y Bear Stearns en torno a 15 mil millones; además los tres redujeron su capitalización en 2007.

Tabla 5.8. Capitalización de mercado de las grandes entidades (miles de millones de dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Holding financieros</i>					
Citigroup	216	245	232	240	239
Bank of America	109	172	180	221	220
JPM Chase	64	138	126	152	161
Wells Fargo	86	99	102	115	115
<i>Bancos de inversión</i>					
Goldman Sachs	39	47	49	66	83
Morgan Stanley	152	62	57	70	76
Lehman Brothers	10	11	34	39	33
Merrill Lynch	28	31	33	36	28
Bear Stearns	7	9	12	16	15

Fuente: Informes anuales de cada entidad, varios años

c) Beneficios y rentabilidad

La evolución de los beneficios revela otra faceta significativa del comportamiento de los grandes bancos. En una primera aproximación general, los datos agregados del grupo NYSE muestran una trayectoria alcista, que fue muy rápida en la segunda mitad de los noventa y quebró en 2001-2002, para volver a crecer hasta 2006, año a partir del cual los beneficios (contabilizados antes de impuestos) se convirtieron en pérdidas (Fuente: BoG FRB).

Considerando la evolución de los nueve grandes, la tabla 5.9 presenta cinco rasgos relevantes. Por una parte, Citigroup fue la única entidad que no redujo su beneficio en 2001, mientras que JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Lehman Brothers prolongaron la caída hasta 2002. Pero, por otra parte, durante los años de apogeo, Citigroup no mantuvo una senda sostenida de beneficios, sino que registró retrocesos en 2004 y 2006; también lo hizo JP Morgan Chase en 2004, pero después obtuvo un fortísimo incremento del 92% con respecto al año anterior.

Como tercer rasgo, considerando el intervalo de 2001 a 2006 se aprecia que los beneficios crecieron con fuerza, pero a la vez se constatan notables diferencias entre las nueve entidades:

- En un lado, Goldman Sachs, Bear Stearns, Bank of America y JP Morgan Chase tuvieron tasas de crecimiento de entre el 17% y el 20% anual
- En el otro lado, Morgan Stanley y Citigroup tuvieron tasas de entre el 6% y el 8% anual.
- Entre ambos, Wells Fargo, Merrill Lynch y Lehman Brothers alcanzaron tasas de entre el 12% y el 14% anual.

En cuarto lugar, considerando la magnitud de los beneficios (tabla 5.9), Citigroup mantuvo su posición de liderazgo, si bien en 2006 hubo de compartirlo con Bank of America, tras el fulgurante aumento que registraron las cifras de esa entidad, hasta situarse por encima de los 21 mil millones de dólares. En una segunda posición se situó JP Morgan Chase con un ascenso también rápido hasta 14,4 mil millones. En tercer lugar, Goldman Sachs, Wells Fargo, Morgan Stanley y Merrill Lynch alcanzaban cifras entre 7,5 y 9,5 mil millones. Finalmente, la magnitud de los beneficios era más modesta para Lehman Brothers y Bear Stearns con cifras de 2 a 4 mil millones.

Por último, en quinto lugar, la trayectoria expansiva de los beneficios se truncó en 2007 para la mayoría de las entidades. Lo hizo de forma abrupta para Merrill Lynch y Bear Stearns, ya que pasaron a registrar pérdidas. También fueron duros los retrocesos de Citigroup y Morgan Stanley, y más moderados los de Bank of America y Wells Fargo. En cambio, JP Morgan Chase y Lehman Brothers mantuvieron un leve aumento de sus beneficios y Goldman Sachs los incrementó más de un 20%.

Tabla 5.9. Beneficios netos de las grandes entidades (miles de millones de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Holding financieros</i>								
Citigroup	13,4	14,0	15,2	17,8	17,0	24,5	21,5	3,6
Bank of America	7,5	6,8	9,2	10,8	14,1	16,5	21,1	14,8
JPM Chase	5,6	1,6	1,6	6,7	4,4	8,5	14,4	15,4
Wells Fargo	4,0	3,4	5,4	6,2	7,0	7,7	8,5	8,1
<i>Bancos de inversión</i>								
Goldman Sachs	3,1	2,3	2,1	3,0	4,6	5,6	9,4	11,4
Morgan Stanley	5,4	3,5	3,0	3,8	4,5	4,9	7,5	3,1
Bear Stearns	0,7	0,6	0,8	1,1	1,3	1,4	2,0	na
Merrill Lynch	3,8	0,6	1,7	3,8	4,4	5,1	7,5	-7,8
Lehman Brothers	1,8	1,3	1,0	1,7	2,4	3,3	4,0	4,2

Fuente: Informes anuales de cada entidad, varios años

Si los resultados empresariales se examinan en términos de rentabilidad, utilizando la ROE (*return on equity*), es decir, la ratio entre los beneficios netos (después de impuestos) y el valor del capital accionarial, el principal rasgo es que la rentabilidad fue elevada, arrojando una media del 15% tanto para el grupo NYSE como para las nueve entidades entre 2000 y 2007 (tabla 5.10). Aunque se trata de una ratio inferior a la del periodo anterior, cuando superaba el 20%, ese descenso es lógico si se tiene en cuenta el incremento registrado por los recursos propios (Fuente: BoG FRB).

De nuevo, los datos revelan diferencias notables entre las entidades. Las mayores rentabilidades, en promedio de 2001-2006, correspondieron a Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley, con ratios con ratios medias en torno al 18% anual. En una posición intermedia se situaron Bear Stearns y Lehman Brothers, con medias del 15-16%.

Finalmente, los datos de 2007 muestran un agudo empeoramiento de la rentabilidad de todas las entidades con la excepción de Goldman Sachs cuya ROE fue del 29%; mientras que a pesar de sus descensos también fueron notables las ratios de Lehman Brothers y Wells Fargo. En el caso de JP Morgan Chase, Bank of America y Morgan Stanley sus ratios se situaron entre el 13% y el 9%; mientras que Citigroup y Bear Stearns apenas registraron ratios del 2-3%. Por último, Merrill Lynch presentó una ROE negativa del 24%.

Tabla 5.10. ROE (Return on Equity) de grandes entidades (% anual)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Goldman Sachs	23,0	13,3	11,4	14,8	19,5	21,1	29,5	29,0
Lehman Brothers	23	15	11	13	16	19	21	19
Wells Fargo	16,5	12,7	18,9	19,1	19,4	19,5	19,6	17,2
JPM Chase	17,1	3,9	3,9	15,1	5,8	8,0	13,0	12,9
Bank of America	16,3	14,1	18,7	22,0	19,1	16,4	17,8	10,5
Morgan Stanley	29,9	17,5	14,0	16,2	16,9	17,2	23,2	9,4
Citigroup	23,1	19,0	18,1	19,3	16,4	22,1	18,5	3,1
Bear Stearns	13,8	10,3	14,0	16,2	16,0	14,5	17,7	1,8
Merrill Lynch	20,7	2,9	7,1	13,3	14,1	14,4	19,2	-24,4

Fuente: informes anuales de cada entidad, varios años

2.2. Posición oligopólica en los mercados

En epígrafes anteriores se ha ido explicando el amplio dominio ejercido por los grandes bancos en la mayor parte de las operativas desplegadas con los nuevos instrumentos. Únicamente en las fases de concesión de préstamos hipotecarios y de emisión de bonos titulizados, los bancos comerciales tuvieron la competencia de otras entidades no-bancos, como Contrywide, New Century o Washington Mutual. Sin embargo, la mayor parte de los vehículos de titulización pertenecían o estaban vinculados a los grandes bancos y la suscripción de los bonos titulizados contaba con el claro protagonismo de los bancos de inversión. El predominio de los grandes de Wall Street aumentaba con la colocación de los bonos en los mercados, además de retener ciertos tramos como inversión, haciéndose más intenso ese dominio en lo referente a los negocios relacionados con CDO y CDS.

En el caso de los CDO, los principales bancos de inversión fueron quienes llevaron a cabo la ingeniería que condujo al diseño, la emisión y los modelos de valoración de las sucesivas variedades de productos estructurados que fueron creándose. Igualmente, esos bancos y algunos *holding* fueron los que intermediaron en gran parte de las operaciones de intermediación con CDO, así como en la creación de vehículos de inversión, además de la adquisición directa de tramos de CDO como inversión propia.

En el caso de los CDS, más atrás se ha explicado, la posición decisiva que jugaron los grandes bancos como intermediarios o creadores de mercado durante los años en los que los derivados de crédito comenzaron a ser utilizados de forma masiva como instrumentos de cobertura de bonos y productos estructurados basados en préstamos hipotecarios. Posición que se acrecentó conforme esos bancos intervinieron en esos mercados tanto para proteger sus propios activos en esos productos financieros como para realizar apuestas de carácter especulativo.

De hecho, la alteración en la jerarquía existente entre las cuatro funciones de banca de inversión se produjo merced a ese dominio oligopólico de los nuevos mercados, cuando los grandes bancos convirtieron en prioritaria su función inversora y dedicaron la mayor parte de su función innovadora a la creación de instrumentos y operativas en torno al triángulo MBSsp—CDO—CDS. En el mismo sentido, si la *shadow banking* alcanzó enormes dimensiones en aquellos años de apogeo fue, como señala Hervé Hannoun, deputy General Manager del BIS, porque “los bancos de inversión al igual que los comerciales pueden realizar gran parte de su negocio en el sistema de la banca en la sombra (SBS), aunque la mayoría no sean calificados como entidades pertenecientes al SBS” (Traducción de la doctoranda, 43rd SEACEN Governors’ Conference. Jakarta).

En primer término, una parte creciente de su actividad fue quedando a la sombra conforme aumentaban sus inversiones en esos instrumentos y la información se hacía extremadamente opaca, sobre todo por el modo de contabilizar y las dificultades de valorar los instrumentos que implicaban mayores riesgos. En segundo término, las proporciones de esa actividad en la sombra se elevaban considerablemente por el hecho de que una parte de la operativa la llevaban a cabo a través de *hedge funds* y otros vehículos creados por los propios bancos o vinculados con ellos mediante relaciones financieras cada vez más complejas (IMF 2013; McCulley 2009; Pozsar et al. 2013).

Como resumen elocuente de la posición oligopólica que ostentaban los grandes bancos en términos de instrumentos relacionados con las finanzas estructuradas, cabe sintetizar los siguientes datos referidos a 2006-2007 (tabla 5.11).

En primer lugar, los cinco grandes bancos de inversión más los cuatro bancos comerciales convertidos en holdings concentraban el 51% de los MBS y el 53% de los ABS suscritos en el mercado estadounidense y también el 51% de los CDO suscritos a nivel mundial. Y, en segundo lugar, si a ellos se suman los principales bancos extranjeros, y en el caso de los MBS y ABS los dos grandes suscriptores no bancos (Countrywide y Washington Mutual), entonces las 15 mayores entidades totalizaban el 95% en MBS, el 90% en ABS y el 80% en CDO. En términos globales del total de las finanzas estructuradas esos 15 concentraban el 80% del mercado.

Tabla 5.11. Instrumentos suscritos por las principales entidades, por tipo de instrumento, sobre los totales (%)

	MBS EEUU		ABS EEUU		CDO mundial ^{a)}		Total finanzas estructuradas	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
7 grandes EEUU ^{b)}	52	50	48	57	53	50	49	50
Otros 8 grandes ^{c)}	44	44	40	35	26	32	30	29
Total 15	96	94	88	92	79	82	80	79

a) La fuente solo ofrece datos a nivel mundial.

b) Citigroup, JP Morgan, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers y Bear Stearns.

c) En MBS y ABS figuran Countrywide y Washington Mutuals; el resto son bancos extranjeros (Deutsche Bank, UBS, HSBC, Credit Suisse, Barclays y Royal Bank of Scotland).

Fuente: Asset-Backed Alert Rankings Data

Asimismo, la tabla 5.12 construida con datos de la OCC ilustra con nitidez tres de los aspectos antes destacados, referidos a los tres mayores bancos comerciales devenidos en holding tras la GLBA: JP Morgan Chase, Citigroup y Bank of America. Primero, el rápido aumento de los activos fue paralelo al crecimiento todavía mayor del valor nominal de los derivados que poseían (que se duplicaron) y al todavía más acelerado incremento del valor nominal de los derivados CDS (que se multiplicaron por siete). Segundo, como consecuencia de lo anterior, la proporción de los CDS en el total de derivados pasó del 2-3% al 9-10%. Tercero, a la altura del segundo trimestre de 2008, una alta proporción de esos CDS, entre la quinta y la tercera parte, según los bancos, eran “fuera de grado de inversión”, ya que tenían como subyacentes bonos (MBS y CDO) *subprime*⁷⁶. De forma agregada, esos tres aspectos se repiten cuando se consideran los 25 mayores holdings surgidos de los bancos comerciales en el mismo intervalo de tiempo: mientras sus activos se incrementaron en un 66%, el valor nominal de sus derivados se duplicó y el de los CDS se multiplicó por 7,5, por lo que la proporción de CDS en el total de derivados aumentó hasta el 9,5%.

Tabla 5.12. Tres mayores bancos comerciales: valor de los activos, de los derivados y de los CDS en valor nominal (miles de millones de dólares y %)

	JP Morgan Chase ¹⁾		Bank of America ²⁾		Citigroup ¹⁾	
	4T-2004	4T-2007	4T-2004	4T-2007	4T-2004	4T-2007
Activos	1.157	1.776	771	1.327	1.484	2.100
Derivados	45.010	98.827	17.230	39.672	19.442	39.934
CDS	1.071	10.232	501	3.711	586	3.610
% Deriv ³⁾	2,4	10,4	2,9	9,4	3,0	9,0
CDS f.g.i ⁴⁾		2.470		571		960
% CDS ⁵⁾		32		21		30

¹⁾ Datos referidos al holding

²⁾ Datos referidos al banco comercial

³⁾ Porcentaje de derivados CDS sobre total de derivados

⁴⁾ CDS fuera de grado de inversión, basado en hipotecas subprime en 2º trimestre de 2008

⁵⁾ Porcentaje sobre el total de CDS

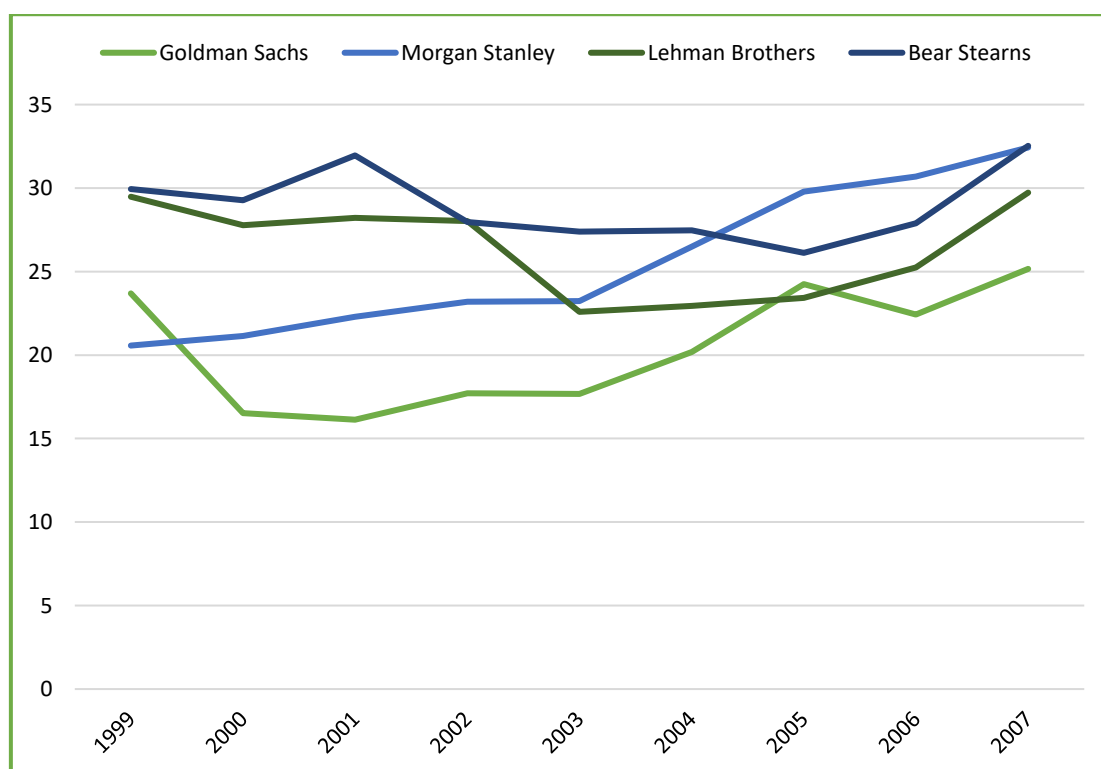
Fuente: OCC.

⁷⁶ Los otros dos bancos comerciales, Wachovia y Wells Fargo presentaban cifras bastante menores tanto por el valor de sus activos como por el valor nominal de sus derivados totales y sus CDS, si bien en el caso de Wachovia la evolución de la proporción de CDS en el total de derivados (del 3,2% al 8,7%) y de CDS fuera de grado de inversión sobre el total de CDS en 2008 (26%), sin similares a los tres de la tabla. No así Wells Fargo cuya posesión de derivados CDS se mantuvo muy reducida a lo largo de esos años. Fuente: OCC.

Desde la perspectiva de los grandes bancos de inversión otros tres datos contribuyen a dejar patente su posición financiera. El primero se refiere a la relación entre el valor de sus activos con respecto a su capital, que refleja el grado de apalancamiento en el que incurrían esas entidades (gráfico 5.7). Tras la fuerte elevación registrada en la segunda mitad de los noventa, durante la burbuja bursátil, la ratio activos/capital se suavizó hasta 2003, cayendo desde niveles relativos próximos a 30:1 hasta otros por debajo de 25:1, salvo en el caso de Morgan Stanley que mantuvo una tendencia alcista. Sin embargo, el fortísimo incremento de los activos, entre 2004 y 2007 (de 2 a 4 billones) hizo que la ratio volviera a superar la proporción 30:1, salvo en Goldman Sachs, también en ascenso, pero habiendo partido de niveles inferiores.

A la vez, la composición de esos activos en acelerada expansión reflejaba principalmente la envergadura adquirida por las inversiones en nuevos instrumentos. En el caso de Goldman Sachs, entre 2000 y el primer trimestre de 2008, los derivados contabilizados en el balance elevaron su presencia desde menos del 10% a más del 20% y los bonos referidos a hipotecas lo hicieron desde el 20% hasta el 30%. En el caso de Lehman Brothers los derivados llegaron a suponer más del 25% y los bonos referidos a hipotecas otro 30% (GAO 2007, 2009).

Gráfico 5.7. Ratios de apalancamiento de cuatro principales bancos de inversión (total activos/capital accionario)



Fuente: informes anuales de las entidades, varios años

Por último, otro aspecto de la posición dominante ejercida por los grandes bancos se plasmó en la proliferación de actuaciones en las que a través de sus funciones de asesoría e intermediación esas entidades utilizaron a sus clientes como contrapartes perdedoras para incrementar las ganancias de sus propias inversiones en CDO y CDS. Algunos de los casos más llamativos de ese tipo de actuaciones se han conocido después de 2008 cuando ciertos clientes y determinadas instancias judiciales entablaron pleitos legales que con frecuencia se saldaron con multas millonarias y con el reconocimiento de esas actuaciones por parte de aquellos grandes bancos⁷⁷. En unas ocasiones, desde su origen, se creaban bonos titulizados y CDO a partir de préstamos hipotecarios *subprime* cuyas condiciones de pago conducirían inexorablemente al default de los prestatarios, pese a lo cual los bancos las lanzaban al mercado e inducían a su compra. En otros casos, de manera aún más flagrante, asesoraban e intermediaban con sus clientes para que adquiriesen activos (MBS, CDO) contra los que esos bancos y/o sus vehículos de inversión estaban apostando al default.

2.3. Resultado 8: El poder financiero y económico de Wall Street

El análisis revela cambios importantes en las entidades que protagonizaron la actividad de banca de inversión a raíz de la GLBA y de las demás normas y actuaciones supervisoras que fueron eliminadas o desactivadas.

1. En aquel momento, los bancos de inversión disponían de una creciente fuerza financiera y de un elevado control sobre los mercados de capital desarrollados durante las dos décadas anteriores; mientras que los bancos comerciales poseían una fuerza financiera todavía mayor merced a su posición en los mercados monetarios.
2. Las transformaciones del marco institucional y de la dinámica económica generadas a partir de la eliminación de la norma que prohibía el cruce entre ambas entidades, supuso también la transformación radical del funcionamiento de los mercados monetarios y de capital.
3. La profunda modificación de los instrumentos y operativas predominantes en esos mercados alteró la relación entre las funciones de la banca de inversión consolidando la primacía de la función inversora o de trading para sí mismos de los grandes bancos.
4. Esa función inversora, alimentada por una variada ingeniería financiera en torno al triángulo MBSp-CDO-CDS, se convirtió en el mayor estímulo para el fortalecimiento empresarial de los grandes bancos, elevando con rapidez su importancia relativa en los activos, los ingresos y los beneficios de esas entidades.

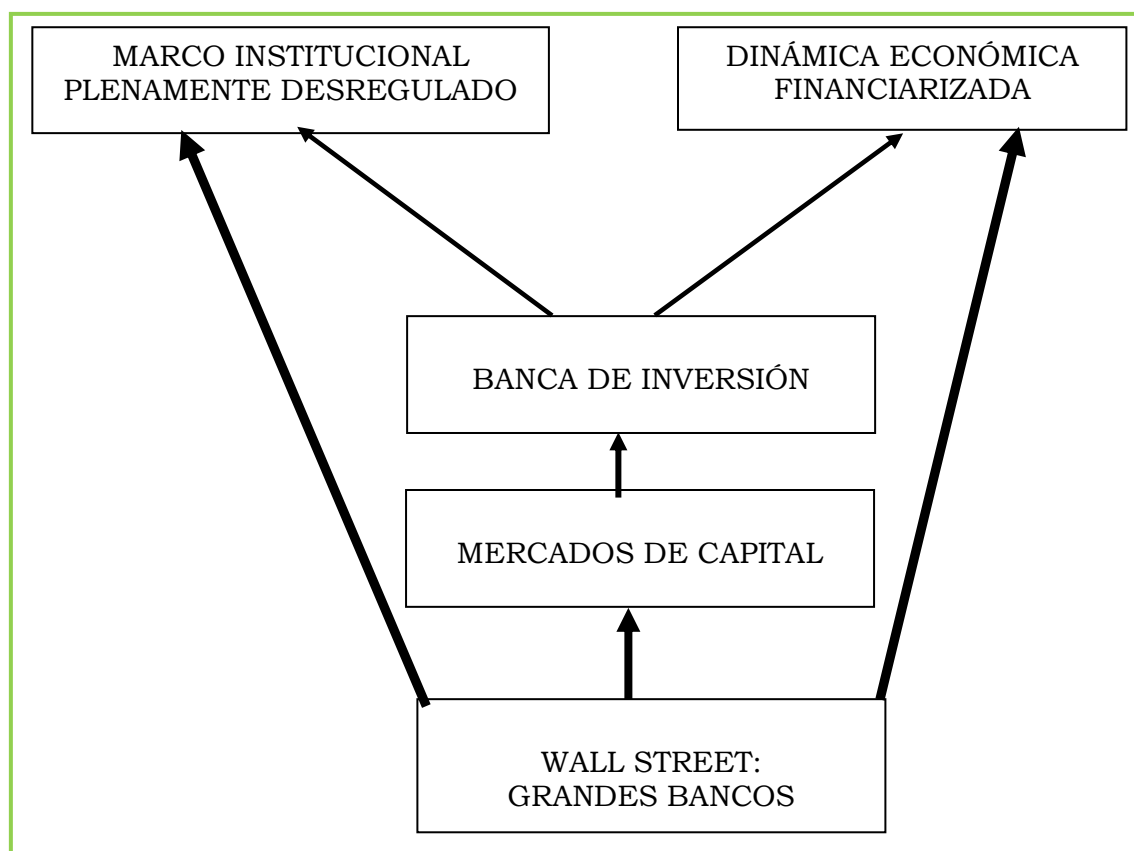
⁷⁷ Véase los casos de Goldman Sachs y Deutsche Bank en el Informe del Senado de EEUU acerca de la crisis financiera global (Levin 2011) y JP Morgan Chase – Magnetar en ProPublica.

5. El fortalecimiento empresarial actuó como factor reproductor de la posición oligopólica de los grandes bancos en los mercados de capital.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que la eliminación de la norma que prohibía el cruce de actividades entre la banca comercial y la banca de inversión, junto con las demás normas y actuaciones supervisoras que fueron eliminadas o desactivadas, *significó un mayor fortalecimiento del núcleo de grandes bancos de Wall Street y una mayor posición de dominio sobre los mercados de capital.*

Consecuentemente, si la banca de inversión se convirtió en la actividad central de la economía, al servicio de los grandes inversores financieros, y si los grandes bancos consolidaron su posición de dominio en la banca de inversión, la deducción subsiguiente es que esos bancos que formaban el complejo Wall Street se convirtieron de hecho en el principal núcleo de poder de la economía. En ese sentido, el diagrama que cerraba el anterior capítulo, representando la relación de la banca de inversión con el marco institucional y la dinámica económica, puede completarse con el diagrama adjunto en el que se representa el dominio de Wall Street sobre los tres ámbitos mencionados.

Diagrama 5.4. Posición dominante de Wall Street ejercida por los grandes bancos comerciales y de inversión



Fuente: realización propia

Capítulo 6. APOGEO DE LA BANCA DE INVERSIÓN: FRAGILIDAD ESTRUCTURAL Y CRISIS SISTÉMICA

Este capítulo afronta la respuesta a la quinta hipótesis para lo cual vuelve a examinar las características de los mercados de capital y de los grandes bancos que dominaban esos mercados, ahora desde la perspectiva de los riesgos contraídos durante aquel período. La hipótesis presupone que, durante el apogeo de la banca de inversión, de manera simultánea, se desarrollaron los factores que generaron la fragilidad estructural de aquellos mercados y de aquel núcleo dominante, y terminaron por desencadenar una crisis sistémica.

Por consiguiente, el análisis debe explicar: 1) el desarrollo de factores que provocaban fragilidad estructural, 2) su vinculación con el marco institucional y la dinámica económica, 3) su concentración en los mercados de capital prevalecientes y en el núcleo dominante de Wall Street y 4) su influencia determinante en la crisis sistémica.

1. ACUMULACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

La gravedad potencial de los signos de inestabilidad financiera que se fueron generando en el transcurso de los años presentaba cuatro dimensiones complementarias. Primera, la diversidad de operativas en las que iban proliferando distintos tipos de riesgos financieros. Segunda, la elevada magnitud de las inversiones implicadas en esas operativas. Tercera, la interconexión de mercados y de entidades que participaban de forma encadenada en esas operativas. Y cuarta, la reiterada negativa de los poderes públicos (organismos federales) y privados (dirigentes de los grandes bancos) a reconocer las evidencias que revelaban tales peligros (Crotty 2009; Cooper 2008; Dymski 2010).

1.1. Diversidad y expansión de los riesgos

a) Riesgos de los instrumentos y operativas

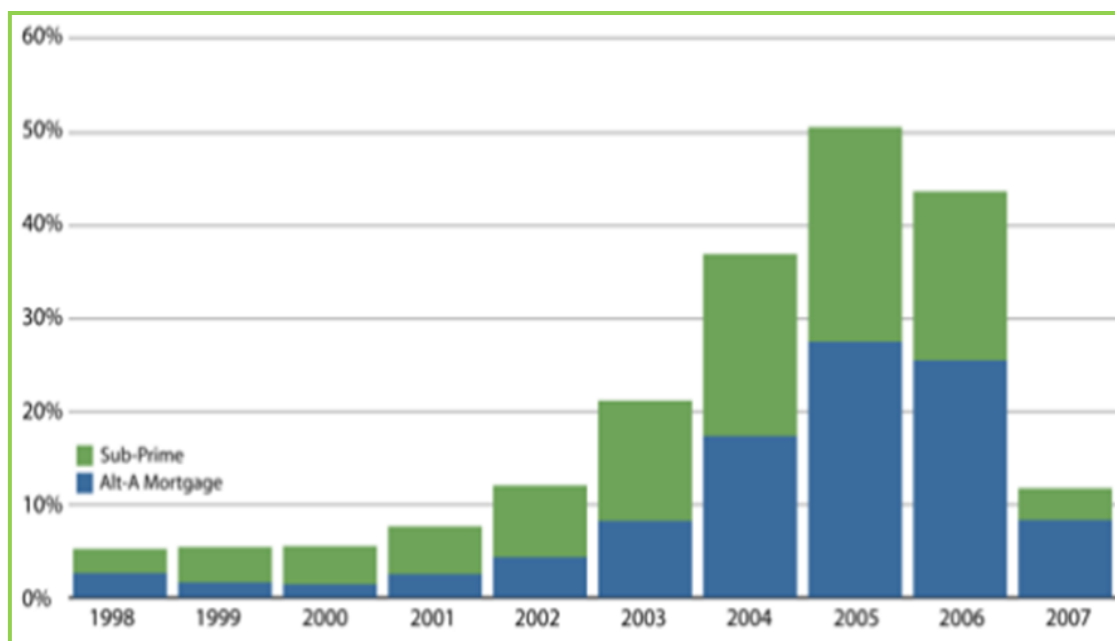
Como se ha expuesto en los dos capítulos anteriores, la concesión de préstamos hipotecarios era el pilar básico en el que se asentaba el desarrollo de los nuevos mercados, siendo una actividad que por sus características incorporaba el riesgo de *default*, vinculado a que crecimiento acelerado del volumen de préstamos otorgados aumentaba las posibilidades de impago por una parte de los prestatarios. Sin embargo, la exposición al riesgo de las entidades prestatarias era muy superior en

la medida en que una proporción creciente de esas hipotecas se concedían a prestatarios con menores capacidades económicas (mayor posibilidad de insolvencia) y, además, se realizaba mediante ciertas modalidades de concesión cuyas condiciones tendían a elevar esa posibilidad de impago (Ashcraft y Schuermann, 2008; Krinsman, 2007; Blinder, 2014).

El gráfico 6.1 muestra cómo el fuerte aumento de los préstamos hipotecarios desde 2003 estuvo relacionado con el fuerte aumento de las hipotecas Alt-A, de calidad crediticia media, y sobre todo *subprime*, de baja calidad. A su vez, en la concesión de esas hipotecas *subprime* se fue generalizando la modalidad “*loan to value*” (LTV) por la que se otorgaban créditos por la totalidad del valor del inmueble adquirido, o incluso por encima del 100%, frente al 80% que venía siendo la proporción habitual (FCIC, 2011; Blinder, 2014). Esa facilidad de acceso a financiación inmobiliaria fue acompañada posteriormente de otras condiciones que inicialmente parecían ventajosas. Las *Adjustable Rate Mortgages* (ARM) tenían tipos de interés fijos y bajos durante los primeros años que después se convertían en variables; las *Interest Only* (IO) sólo exigían el pago de los intereses durante varios años, al cabo de los cuales se debía afrontar el pago de una parte considerable del principal. Bajo esas condiciones y otras similares, los prestatarios con baja calidad crediticia se beneficiaban de varios años con pagos reducidos, pero a continuación aumentaba de golpe la obligación de pagar mensualidades bastante más elevadas.

Además de contradecir cualquier código de buenas prácticas que debían guiar la concesión de préstamos, la generalización de la LTV igual o mayor al 100% se convirtió en un estímulo a la demanda de crédito hipotecario con fines especulativos, al calor de los precios alcistas de los inmuebles (FCIC, 2011; Baker, 2008), mientras que las condiciones de las ARM, IO y similares se convertían en préstamos “diseñados para incumplir”, con muy altas probabilidades de default, que serían totales en el caso de que finalizara la burbuja inmobiliaria (Blinder, 2014).

Gráfico 6.1. Cuota de mercado de los subprime y ALT-A (% sobre total de los préstamos hipotecarios)

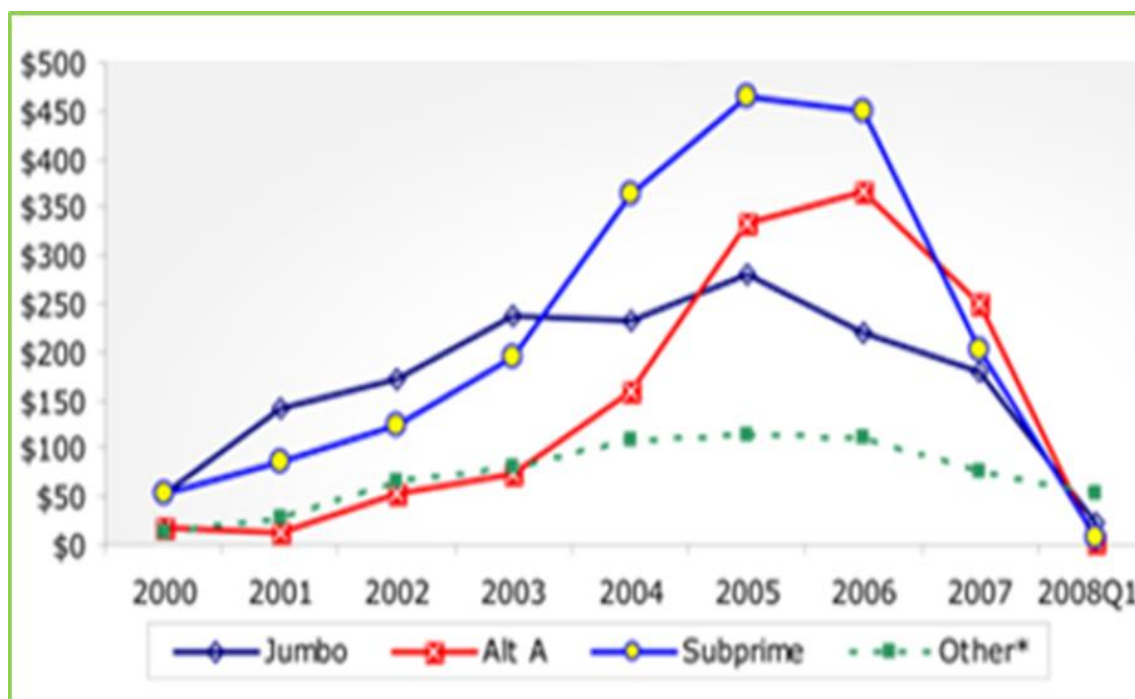


Fuente: tomado de *The Mortgage Reports* en:
<http://themortgagereports.com/8910/harp-3-harp-2-for-alt-a-sub-prime-jumbo-non-conforming-mortgage>

A pesar de ello, el discurso imperante durante aquellos años defendía esas prácticas hipotecarias alegando que no presentaban ningún peligro financiero significativo debido a que la posterior titulización de los préstamos diversificaba y, por tanto, diluía a través del mercado, cualquier posible riesgo (Lewis 2010; Rhee 2009). Ese discurso justificaba la titulización masiva de las hipotecas *subprime* y omitía la anomalía financiera que suponía la proliferación de condiciones ARM e IO. En el capítulo cinco se expuso el fortísimo aumento de los bonos MBSsp, elevándose con rapidez su proporción con respecto al total de las hipotecas *subprime* concedidas. El gráfico 6.2 revela el predominio de ese tipo de bonos *subprime* en los años de apogeo, mientras que la tabla 6.1 muestra cómo la mayor parte de los bonos *subprime* se concedían en condiciones ARM (a dos y tres años) e IO.

Como consecuencia, la titulización masiva de hipotecas *subprime* sumaba dos tipos de riesgos. El riesgo de *default* de los prestatarios hipotecarios, que acentuaba el deterioro de su calidad crediticia por las condiciones en las que se concedían, más el riesgo de liquidez de los inversores de bonos en el caso de que dicho mercado presentase problemas que impidieran vender esos bonos u obligaran a hacerlo a precios inferiores a los deseados. A su vez, para crear esos bonos las entidades prestamistas creaban vehículos de titulización que se endeudaban para llevar a cabo esa operativa. Una conjunción de riesgos que quedaba estrechamente relacionada con el desenvolvimiento de la burbuja inmobiliaria.

Gráfico 6.2. Emisiones de MBS privadas por tipo de préstamos otorgados (miles de millones de dólares)



Fuente: tomado de Market Skeptics en:

<http://www.marketskeptics.com/2011/02/municipal-bond-collapse-underway.html>

Tabla 6.1. Composición de las MBS subprime (% sobre total)

	Interest Only	2 y 3 años ARM	3,7 y 10 años ARM
2001	0	59,5	0,8
2002	1,2	65,4	1,4
2003	4,1	63,1	1,4
2004	16,2	73,5	1,5
2005	27,2	72,2	1,5
2006	17	50,3	2

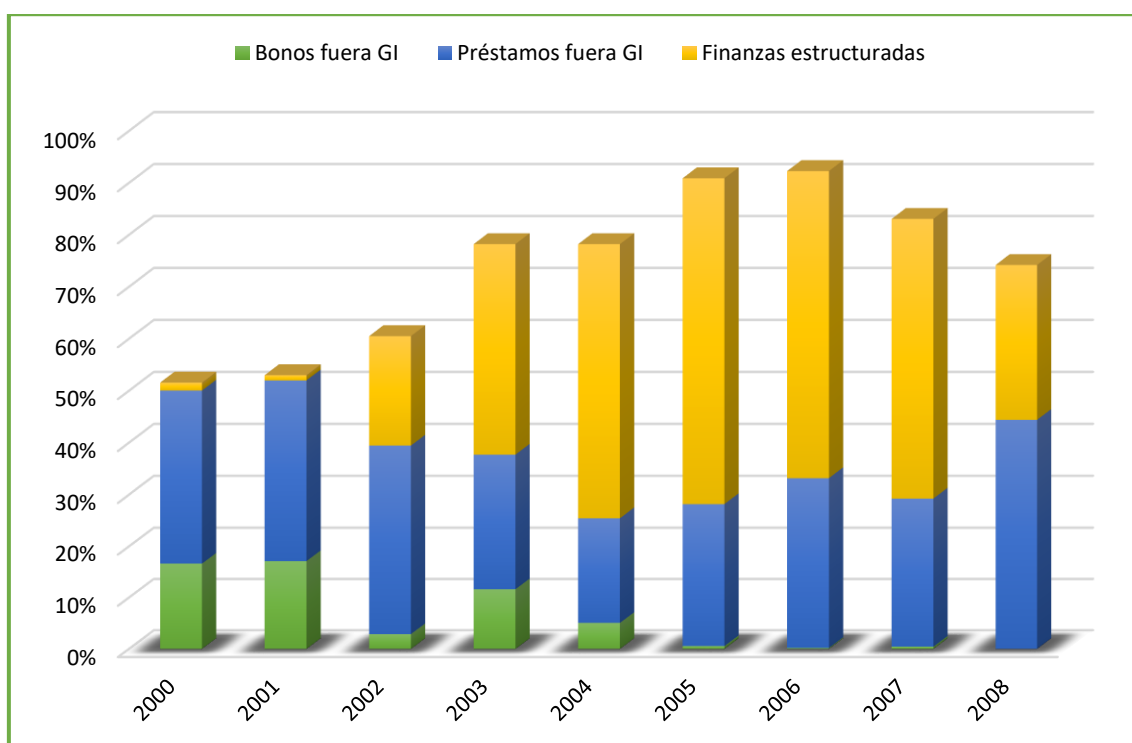
Fuente: Jarsulic (2010: 10)

La otra alternativa que, supuestamente, diversificaba los riesgos era la creación de productos estructurados (principalmente CDO) a partir de los bonos hipotecarios. De ese modo, como muestra el gráfico 6.3, el colateral de los CDOs emitidos fue crecientemente compuesto por activos de dudosa calidad, siendo los préstamos fuera del grado de inversión (ratings inferiores a BBB como proxy para *subprime*) y títulos de las finanzas estructuradas (RMBS; CMBS; ABS; CMO; CDOs, CDS, etc) la mayor parte del colateral en las emisiones. Si en el año 2000 el total de este tipo de

colateral sumaba el 52% en las emisiones de CDOs, la proporción fue aumentando en los años siguientes para llegar a superar el 90% en 2005 y 2006. (FCIC 2011; Blinder 2014).

En consecuencia, la masiva creación de productos estructurados amplificaba los riesgos financieros, ya que al riesgo de *default* existente en el mercado de hipotecas y al riesgo de liquidez de los bonos hipotecarios, se incorporaban otros cuatro rasgos específicos. El primero era que las distintas variantes de CDO también presentaban riesgo de liquidez por la posibilidad de que esos productos encontraran dificultades para venderse en el momento y al precio previstos. En segundo lugar, se trataba de un mercado con notorias dificultades para valorar los productos, lo que introducía un riesgo adicional sobre los mecanismos de información, fijación de precios y contabilización de su valor como activo. En tercer lugar, el hecho de que las agencias de rating otorgasen la máxima calificación a los CDO (a pesar de que una mayor parte de los tramos se compusieran de MBSsp de baja calidad) incorporaba dificultades adicionales de información y valoración de esos productos. En cuarto lugar, la complejidad técnica de los productos y la maraña de vehículos de inversión utilizados generaban un potencial peligro en la ausencia de información veraz para “localizar” posibles problemas que pudieran presentarse en esos mercados (Crotty 2009; Bookstaber 2007).

Gráfico 6.3. Colateral de dudosa calidad en el total de las emisiones de CDO (%)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SIFMA Structured Finance Global CDO

El otro mecanismo de garantía con el que, según el discurso dominante, contaban aquellos mercados era la utilización de derivados de crédito (CDS) como instrumento de cobertura para afrontar los posibles riesgos latentes en las hipotecas, los bonos y los productos estructurados. Sin embargo, en el capítulo cinco se ha explicado cómo el acelerado éxito de los CDS desde 2004 estuvo asociado a su masiva utilización como instrumento especulativo y contó con la creciente participación de agentes que carecían de subyacentes hipotecarios que proteger, pero sí estaban interesados en realizar apuestas acerca de la evolución de esos subyacentes (Vilariño 2008b; 2011b; Crotty 2009).

Como consecuencia, tratándose de productos financieros *ad hoc* contratados por las contrapartes (utilizando intermediarios de referencia), los CDS no disponían de mercados activos e incorporaban tres nuevos elementos de riesgo. El primero era la imposibilidad de disponer de precios para contabilizar su valor, lo que obligaba al uso de modelos estimativos altamente discrecionales que usaban las entidades financieras según criterios de conveniencia (Vilariño 2008ab; Patterson 2007). El segundo era el riesgo de contraparte en el que incurrían las entidades que cobraban las primas con las que aseguraban protección sin necesidad de ofrecer garantías de que podrían proporcionar esa protección en caso de que los subyacentes fueran impagados. Y el tercero, a modo de efecto *feedback*, era la influencia que un producto de esas características ejercía sobre el comportamiento de los mercados de MBSsp y CDO. De ese modo, las bajas primas pagadas por los compradores de protección durante los años de apogeo fomentaron aún más la ilusión de que los subyacentes eran seguros⁷⁸. Lo cual servía de justificación para que las agencias de *rating* siguieran dando la máxima calificación a los CDO basados en bonos *subprime*.

De ese modo, los instrumentos en los que se cimentó el apogeo de aquellos mercados de capital debían su existencia a las transformaciones del marco institucional y de la dinámica económica. Únicamente bajo el dominio absoluto de los componentes informales se pudo llevar a cabo la emisión masiva de hipotecas *subprime* y de bonos, productos estructurados y derivados basados en aquellas hipotecas. Únicamente así cabe explicar la proliferación de comportamientos, estímulos y reglas de actuación privada tendentes a la reproducción ampliada de dichos mercados. Únicamente bajo una dinámica económica sostenida en la burbuja inmobiliaria pudo generarse una segunda burbuja sostenida por la expansión de los mercados de MBSsp, CDO y CDS (Blinder 2014; Baker 2008).

Como contrapartida, de manera simultánea a dicho apogeo, se acumulaban los riesgos que acentuaban fragilidad financiera a través de la generalización de la mala

⁷⁸ Como ejemplo más elocuente, la aseguradora AIG vendía protección a 12 puntos básicos, es decir, cobrando (a grandes bancos como Goldman Sachs) un 0,12% en primas periódicas para asegurar un nominal de 100.

calidad crediticia de los préstamos hipotecarios, su continua refinanciación⁷⁹, como forma de “default encubierto” (Lewis 2010), la concesión de hipotecas diseñadas para incumplir, la abundancia de productos ilíquidos y de difícil valoración, el dominio de las prácticas especulativas y otras múltiples manifestaciones del modelo “originar para distribuir” (FCIC, 2011). Instrumentos y operativas concebidos y realizados para generar rápidos beneficios y eludir peligros mediante la transferencia de riesgo se convertían, de hecho, en instrumentos generadores de una superlativa proliferación de riesgos (Blinder 2014; Jorion 2009).

b) Riesgos de los métodos de financiación

Como se expuso en el capítulo cuatro la nueva dinámica económica impulsada por la doble burbuja inmobiliario-financiera supuso el endeudamiento generalizado de los agentes privados (hogares, empresas no financieras, entidades financieras) y del conjunto de la economía con el resto del mundo. Como señala Blinder (2014), el apalancamiento estaba por todas las partes.

Así ocurrió con los millones de hogares que adquirieron viviendas aportando recursos propios que apenas suponían el 5% o incluso menos o nada. Por tanto, con una ratio de apalancamiento de 95:1 o mayor, cualquier ligera modificación a la baja de los precios de las viviendas adquiridas supondría una debacle financiera, como efectivamente sucedió a partir de 2007. Lo mismo sucedía con los bancos comerciales que recurrían a la creación de vehículos para titularizar la mayor parte de los préstamos hipotecarios. Partiendo de ratios de 10:1, los vehículos creados (con una mínima dotación de capital propio) hicieron que la ratio efectiva de apalancamiento alcanzase niveles de 50:1 o superiores. La mínima variación del valor de esos bonos (que remitía al posible *default* de los prestatarios de hipotecas) colocaría al vehículo en una situación de alto riesgo y obligaría al banco comercial a rescatarlo.

En el caso de los bancos de inversión sus condiciones de endeudamiento eran específicas y contribuían a incrementar su grado de apalancamiento, aunque en apariencia no lo pareciese. De hecho, los datos de la *Government Accountability Office* (GAO 2007, 2009) y los informes 10K⁸⁰ de la SEC indicaban que los niveles de apalancamiento no habrían variaron mucho desde 2000 con respecto a la década anterior. Tomando como referencia la situación de los cinco mayores bancos de inversión, desde 2003 a 2007 su apalancamiento conjunto pasó de 20:1 a 30:1. Esa

⁷⁹ Entre 2000 y 2006 sólo el 36% de los préstamos hipotecarios *subprime* se dedicó a la compra de vivienda; el resto se destinó a refinanciar préstamos anteriores (Trujillo 2011: 177).

⁸⁰ 10K se denomina a los informes anuales de los estados financieros que la SEC pide a cada entidad bajo su jurisdicción.

ratio era similar a la que presentaban a finales de los noventa, siendo incluso más alta para Lehman Brothers, que la situó cerca de 40:1 entre 1993 y 1997, según se mostraba en el cuadro 1 del capítulo 2. Sin embargo, sin minusvalorar el hecho de que una ratio 30:1 supone un riesgo muy alto, puesto que una variación a la baja de sólo 3-4% en el valor de los activos coloca a la entidad en una situación financiera crítica, los hechos sucedidos desde 2000 revestían una gravedad considerablemente mayor por tres factores (Crotty 2009; Bookstaver 2007).

En primer lugar, el apalancamiento de los grandes bancos de inversión se elevó a 30:1, e incluso alguno se acercó a 35:1 cuando los recursos propios crecían con rapidez, de modo que los activos totales lo hacían a un ritmo muy acelerado. Entre 1998 y 2007, los recursos pasaron de 100 a 250 mil millones de dólares, mientras que los activos totales se multiplicaron por cuatro, desde 1 a 4 billones de dólares (SIA 2002, 2009). Pero al mismo tiempo, la composición de esos activos, igual que su valoración y la cotización bursátil de esos bancos, dependían cada vez más de los riesgos que concentraban en sus balances en torno al triángulo MBSsp-CDO-CDS. De esa manera, los bancos de inversión se endeudaban a corto plazo para realizar inversiones propias y ampliar su intermediación en mercados de productos de largo plazo, cada vez más basados en hipotecas *subprime*.

En segundo lugar, como se ha explicado anteriormente, una parte de esos activos, con los que los bancos respaldaban su creciente endeudamiento, presentaba serios problemas tanto para su valoración como para garantizar que su venta podría realizarse a precios que correspondiesen a esa valoración. Esos problemas se acentuaban más por el hecho de que una parte del apalancamiento era “sintético”, utilizando derivados CDS para crear nuevos CDO convertidos en simples apuestas acerca de lo que podría suceder en aquellos mercados inciertos.

Y en tercer lugar, los bancos de inversión eran los creadores de un buen número de *hedge funds* y otros vehículos, todos los cuales se financiaban a corto plazo. De ese modo, los bancos y los vehículos necesitan refinanciar continuamente tramos BBB de MBS compuestos por *subprime* y préstamos ALT-A que tenían almacenados entre 6 y 9 meses, a la espera de lanzar nuevas emisiones de CDO con esos títulos (FCIC 2011). Esa situación mostraba cómo junto a su exposición al riesgo de mercado (posible caída de los precios de los títulos almacenados) se exponían al riesgo de liquidez debido a esa necesidad de refinanciación (Adrian y Shin 2008ab; Cifuentes et al 2005).

La situación alcanzó cotas más alarmantes cuando la *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act*, aprobada en 2005, permitió que esas entidades pudieran utilizar los nuevos instrumentos como colaterales de las operaciones REPO a través de las que obtenían una parte creciente de su financiación. Hasta entonces las garantías que estaban obligados a ofrecer eran títulos como bonos de

tesoro y deuda emitida por las agencias esponsorizadas (GSE), pero desde aquel momento pudieron utilizar también otros activos con calificación AAA, considerados plenamente seguros, como eran los bonos MBS emitidos por las agencias privadas, y los productos estructurados (FCIC, 2011). El gráfico 6.4 muestra cómo el paulatino incremento de la financiación vía REPO se convirtió en una subida casi vertical a partir de 2005 pasando de cifras cercanas al medio billón de dólares a cifras que superaron 1,2 billones.

Gráfico 6. 4. Obtención de financiación mediante REPO por parte de los bancos de inversión (miles de millones de dólares)



Fuente: Federal Reserve of St. Louis

1.2. Interconexión y concentración de los riesgos financieros

Como se ha expuesto, la tesis defendida tanto por las autoridades federales y los dirigentes de los bancos, como por los medios de comunicación afines y la industria académica, era que la diversificación de riesgos que comportaban los nuevos instrumentos y operativas se convertía en la mejor garantía para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros, lo que excluía la posibilidad de una crisis de alcance general. Sin embargo, los riesgos potenciales que incorporaban aquellos mercados inducían a considerar que la transferencia de los mismos entre activos y entre entidades ni eludía ni diluía tales riesgos, sino que, al contrario, los conectaba y los acrecentaba. Las cadenas de apalancamiento, la titulización y retitulización, la proliferación de vehículos y la interconexión de los mercados se sustentaban en la concesión de los préstamos hipotecarios y en la expansión de la burbuja

inmobiliaria. Por tanto, inevitablemente, la modificación de ambos pilares generaría cambios que pondrían en cuestión la endeblez de aquellos mecanismos financieros (Roubini y Mihm 2010; Blinder 2014).

Las dificultades de pago por parte de prestatarios de hipotecas afectarían en primer término a los prestamistas en origen, es decir los originadores de los créditos (bancos comerciales y otras entidades) puesto que mantenían parte del riesgo en sus balances (o en los de sus vehículos de tipo SIV) o debido a que registrarían mayores tasas de morosidad de producirse los incumplimientos. En segundo término, la situación afectaría a los bonistas finales, es decir, los inversores en bonos titulizados⁸¹, que sufrirían la depreciación del valor de sus inversiones, lo que en caso de *default* afectaría a su capital invertido. En tercer término, los bancos de inversión quedarían afectados por sus posiciones propias en bonos MBS, CDO procedentes de aquellos bonos y CDS basados en estos productos, y/o por la reducción del volumen de las comisiones percibidas como intermediarios en dichos productos. Igualmente, las dificultades se concretarían también, de forma simultánea, en aseguradoras, entidades mono-líneas (como AMBAC, MBIA, etc.) especializadas en determinados productos⁸² y otras entidades similares con posiciones netas vendedoras de CDS. (Vilariño 2008b, 2011b; Blinder 2014).

En suma, el cruce de efectos *boomerang* podría afectar a cuantos participaran en aquellos mercados atraídos por las rentabilidades de los bonos hipotecarios, los productos estructurados y los contratos de protección, cuyas interconexiones se habían ido retroalimentando a través de grandes volúmenes de inversión y de operativas complejas y opacas (FCIC 2011; Crotty 2009). Dicho encadenamiento afectaría también a los inversores de mercados monetarios de corto plazo en los que se financiaba aquella extensa *shadow banking*, en la que un laberinto de operadores negociaban activos con indudables riesgos como si fuesen seguros, y casi todos ellos lo hacían con dinero que en gran parte no era suyo sino que lo obtenían incurriendo en un alto apalancamiento.

El último rasgo que cerraba la lista de peligros potenciales residía en el hecho de que aquella formidable red de instrumentos y operativas en lugar de diversificar los riesgos no sólo tendía a ampliarlos sino también a concentrarlos en torno a las grandes entidades que constituían el núcleo dominante de esos mercados. La combinación de acumulación y concentración de los riesgos daba significado a la expresión de “riesgo sistémico” que podría generar una “crisis sistémica” en la medida en que quienes más incurrían en los mismos eran los grandes bancos

⁸¹ Inversores como fondos de pensiones, fondos mutuales y múltiples vehículos que canalizaban el capital, tanto de grandes fortunas, como de pequeños ahorradores.

⁸² Concretamente los bonos municipales como método de financiación de proyectos de infraestructura pública (FCIC 2011).

comerciales y de inversión que sustentaban el conjunto del sistema financiero (Crotty 2009; Kregel 2008a).

El primer factor que abonaba esa posibilidad era el desplazamiento hacia la *shadow banking* de una parte creciente de su actividad vinculada al triángulo MBS-CDO-CDS. El segundo factor era la magnitud y las ramificaciones de las cadenas de apalancamiento en las que incurrieran esas grandes entidades. El tercer factor era el predominio de la función inversora entre sus funciones, concentrando sus riesgos en torno a dicho triángulo. El cuarto factor, inevitable en toda burbuja, era el dominio de la idea basada en la confianza de que el apogeo permanecería a lo largo del tiempo y garantizaría la continuidad del efecto riqueza proporcionado por lo que eran simples apuestas especulativas. De ese modo, las expectativas de ganancia que generaban dichas apuestas dominaban sobre cualquier preocupación que llevara a estimar las pérdidas que se producirían si se alteraban las condiciones expansivas de los mercados de bonos y derivados basados en las hipotecas *subprime* (Cooper 2008; Crotty y Epstein 2008; Roubini y Mihm 2010).

Por último, el quinto factor, en el cual se sustanciaban los anteriores porque favorecía la peligrosidad sistémica de aquellos mercados, era la existencia de un marco institucional dominado de forma absoluta por componentes informales. Siendo así, los organismos encargados de la supervisión ignoraban (por las razones expuestas en el capítulo cuatro) la acumulación de riesgos y el predominio de los estímulos tendentes a desprestigiar la calidad préstamos y a incentivar el funcionamiento de “originar para distribuir”. Como señala Trujillo (2011), desde 2003 la banca de inversión creó una pirámide invertida del riesgo apoyada en las *subprime* y situada al margen del perímetro regulador. Y como señala Kregel (2009), la aprobación de la GLBA sentó las bases de un cambio radical en los mercados financieros donde germinaron las semillas que conducirían a la crisis.

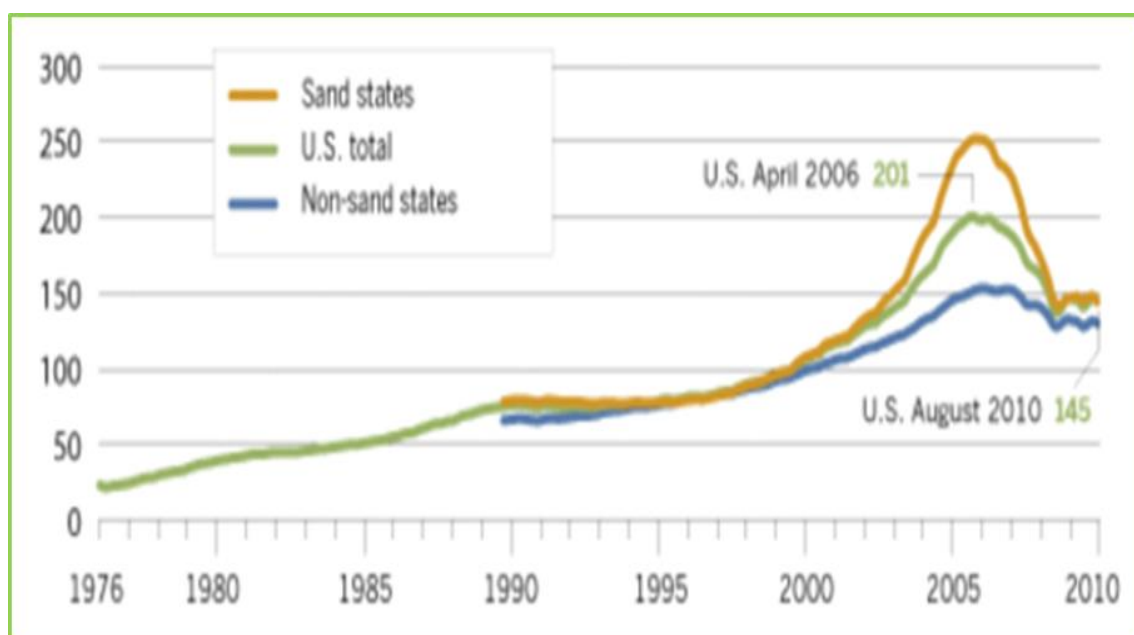
2. DESENCADENAMIENTO DE LA CRISIS: MATERIALIZACION DE LOS RIESGOS POTENCIALES

El estallido de la burbuja inmobiliaria en 2006 parecía anunciar el fin del apogeo de la banca de inversión basada en el triángulo MBS-CDO-CDS. Las secuelas inmediatamente posteriores fueron confirmando el desmoronamiento de los negocios vinculados a la concesión masiva de hipotecas de reducida o nula calidad crediticia. Sin embargo, otros hechos comenzaron a desvelar la autonomía de la burbuja financiera creada a partir de los instrumentos de crédito, de manera que durante casi dos años se produjo una “fuga hacia adelante” que mantuvo el apogeo financiero a costa de exacerbar los riesgos contraídos (Crotty 2009; Massod 2009; Kregel 2008).

2.1. Estallido burbuja inmobiliaria: primeras consecuencias

Como toda escalada artificial, la incesante subida de los precios de las viviendas alcanzó un techo e inició un brusco giro pendular. El índice Case-Shiller a escala nacional comenzó a registrar leves caídas en marzo de 2006, estabilizándose a finales de año y retomando una senda descendente en febrero de 2007 que se aceleró durante la segunda mitad del año y a lo largo del año siguiente. De ese modo, el índice nacional acumuló una caída del 20% desde su valor máximo en marzo de 2006 hasta su mínimo en mayo de 2009. Por su parte, el índice S&P/Case-Shiller 20 que mide la evolución de los precios de la vivienda residencial en las veinte regiones metropolitanas del país, entre las que estaban los estados con mayor exposición al sector inmobiliario (*sand-states*), inició su caída en abril de 2006 y la mantuvo hasta mayo de 2009, acumulando un descenso superior al 32% (gráfico 6.5).

Gráfico 6.5. Precios de la vivienda según tipo de estado (Índice: enero 2000=100)



Sand states: Arizona, Florida, California, Nevada

Fuente: tomado de FCIC 2010

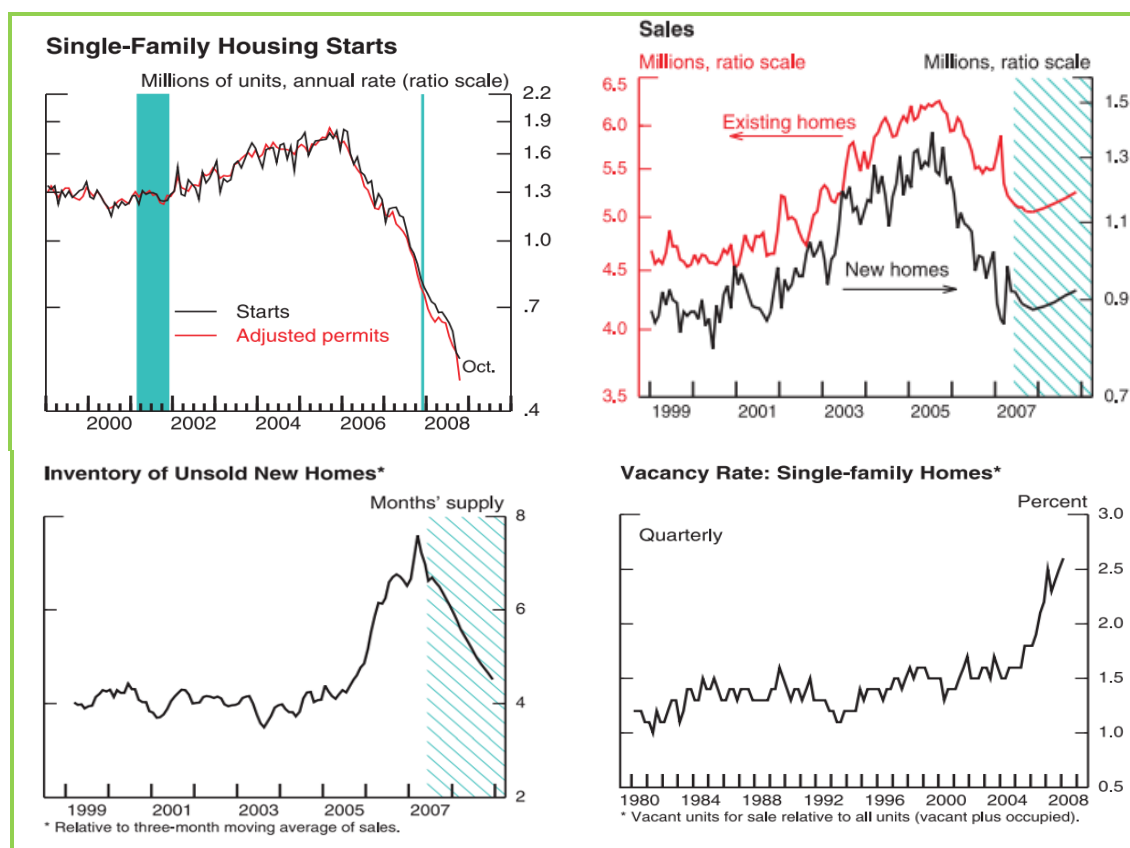
El descenso de los precios puso en marcha un doble proceso de signo inverso al seguido durante la fase alcista: el mercado de la vivienda contrajo su demanda a la vez que aumentaba la oferta de viviendas en venta y caía la construcción de nuevas viviendas; el mercado hipotecario contrajo la demanda de préstamos a la vez que aumentaba el incumplimiento de pagos por parte de los prestatarios.

Desde la perspectiva inmobiliaria, la construcción de nuevas viviendas se redujo bruscamente, sobre todo las destinadas a *single-family* cuyo descenso se inició a finales de 2005 y mantuvo una senda bajista hasta finales de 2008 (gráfico 6.6a). La

venta de viviendas nuevas experimentó la mayor caída en 25 años, pasando de 300 mil en el segundo cuatrimestre de 2006 a menos de 12 mil en el primer trimestre de 2009 (Jarsulic 2010: 47). Pese a ese descenso, el parque viviendas en venta siguió en aumento, reflejando el exceso de construcción de los años precedentes. La tasa de viviendas vacantes casi se duplicó entre 2005 y 2008 (gráfico 6.6d), de manera que la tasa registrada ese último año (2,9%) supuso una desviación de casi el 50% con respecto a la tendencia de largo plazo, siendo un récord histórico (Jarsulic 2010: 47-48). Consecuentemente, el exceso de oferta a la vez que se retraía la demanda acentuó la caída del precio de las viviendas.

Indicadores sobre la evolución del mercado de viviendas

Gráfico 6.6. Evolución de las viviendas iniciadas (a), ventas (b), viviendas nuevas sin vender (c) y viviendas vacías (d)



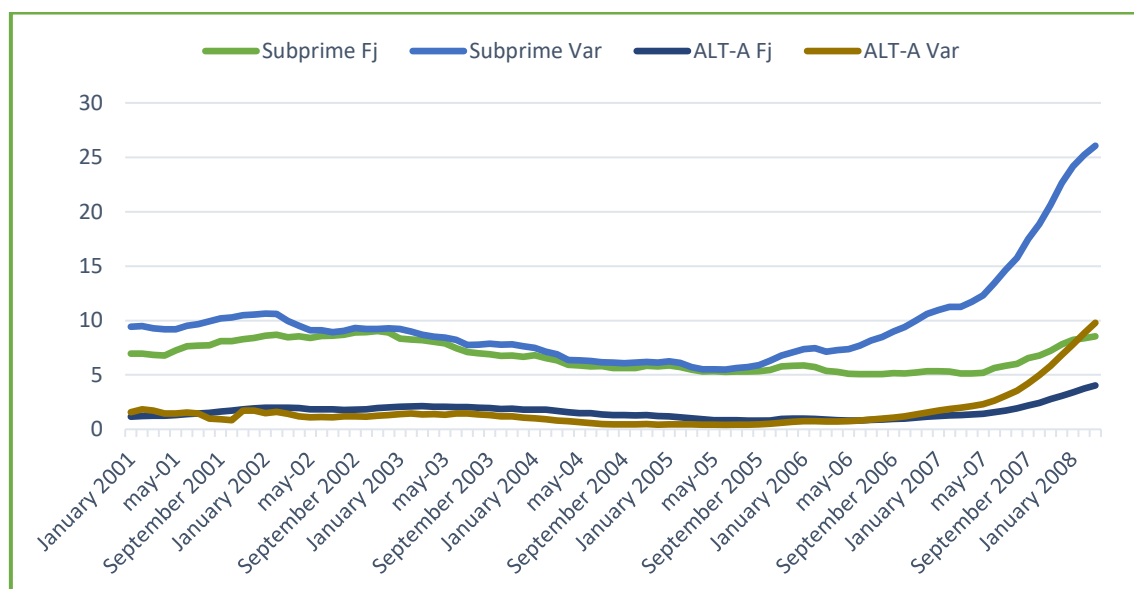
- a) viviendas iniciadas (tasa anual de variación %)
- b) ventas de viviendas existentes y nuevas (millones de dólares)
- c) viviendas nuevas sin vender/oferta mensual (%)
- d) viviendas vacías (%)

Fuente: tomado de BoG FRB, FOMC meetings

Desde la perspectiva hipotecaria, el fin de la escalada de los precios de las viviendas significó el final de la venta de viviendas en condiciones ventajosas y de la revalorización continuada de los préstamos. Los primeros signos del colapso se revelaron en el aumento de los *defaults* tempranos, referidos a la demora superior a los 60 días de las cuotas a pagar dentro del primer año de la concesión, pasando del 1,5% (de los préstamos emitidos un año antes) en el verano de 2006 al 2,5% a finales de 2007. Más ilustrativo era el aumento de los incumplimientos de la primera cuota, es decir, de quienes no llegaban a realizar ni siquiera el primer pago, cuyo porcentaje ya superaba el 1,5% de los préstamos a principios de 2007 (FCIC 2011).

Los datos referidos a los incumplimientos considerados como “graves”, aquellos con más de tres meses de impago, muestran de forma más contundente cómo se materializó el peligro latente que arrastraba la concesión de préstamos de baja calidad crediticia (gráfico 6.7). En el caso de las hipotecas *subprime* tipos de interés variables, desde la mitad de 2006 hasta finales de 2007 la tasa de morosidad se elevó bruscamente desde el 6% hasta el 20% y siguió haciéndolo después hasta superar el 40% del total. También fue importante el aumento de la morosidad de las hipotecas *subprime* a tipos fijos y el de hipotecas prime a tipos variables, si bien en ambos casos los mayores aumentos se produjeron en 2008 y su nivel máximo se situó en torno al 20% del total de los préstamos concedidos en ambas categorías. Incluso las hipotecas de menor riesgo, prime a tipos fijos, experimentaron un aumento de su tasa de incumplimiento⁸³.

Gráfico 6.7. Defaults hipotecarios por tipo de préstamo (%)



*Fj: tipo fijo; Var: tipo variable

Fuente: BoG FRB, Mortgage delinquency rates

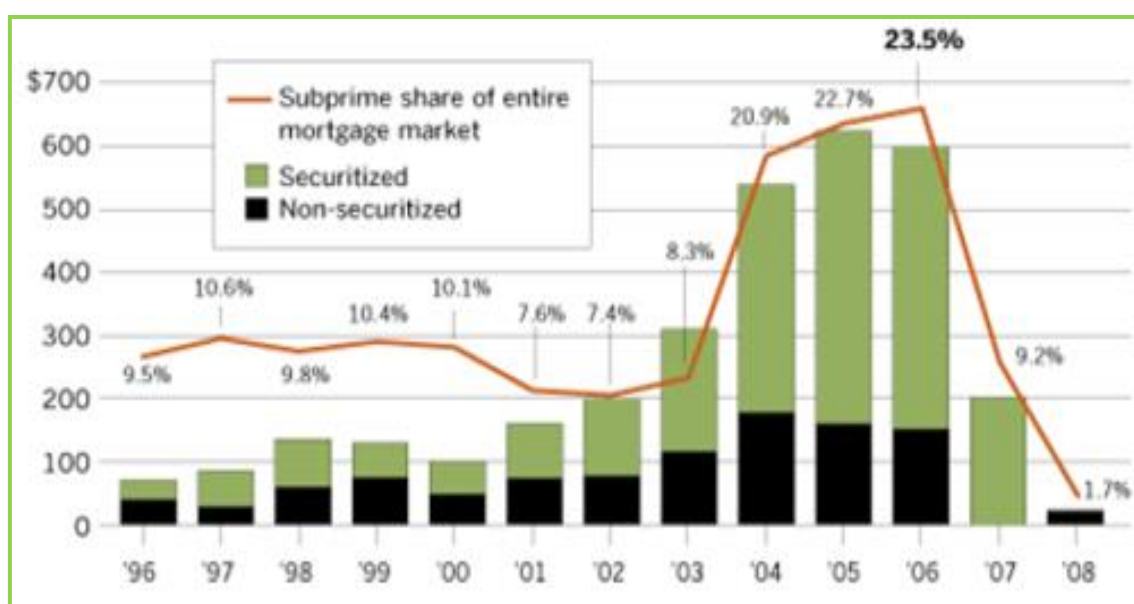
⁸³ En todos los casos, las mayores tasas se registraron en California, Nevada, Arizona y Florida, que eran los estados en los que más habían subido los precios inmobiliarios.

El aumento de los incumplimientos de pagos contribuyó a retroalimentar el descenso de los precios de la vivienda que generaba el desajuste creado por una oferta creciente y una demanda en retroceso. Además, el final de la burbuja inmobiliaria supuso la desaparición de sus efectos expansivos sobre la demanda agregada de la economía, de forma que el menor aumento de las rentas de los hogares y el incremento del desempleo ampliaron las dificultades de muchos prestatarios para hacer frente a sus obligaciones hipotecarias.

El subsiguiente efecto negativo recayó sobre algunos de los prestamistas hipotecarios que habían destacado en la concesión de préstamos *subprime*. A finales de 2006 se registraron 10 quiebras de entidades crediticias que no eran bancos, al concluir el primer trimestre de 2007 la cifra superaba las 50 y a lo largo del año se fueron sumando otras junto y varios cientos de brokers hipotecarios de pequeño tamaño (Roubini y Mihm, 2010: 60). Entre las entidades quebradas se encontraban New Century Financial, el segundo mayor prestamista de alto riesgo, American Home Mortgage, el décimo, Mortgage Lenders Network, Ownit Mortgage Solutions y otras importantes *lender* de hipotecas *subprime*.

El otro efecto inmediato fue la reducción de las nuevas emisiones de bonos MBS *subprime*. Como muestra el gráfico 6.8, el valor de los préstamos hipotecarios *subprime* se redujo bruscamente (de 600 a 200 mil millones de dólares) y a la vez se redujo la proporción en el total de los préstamos hipotecarios de los que eran *subprime* (del 23,5% al 9%), que casi en su totalidad se convirtieron en bonos titulizados. Finalmente, en 2008, casi desapareció la concesión de préstamos hipotecarios *subprime* y apenas hubo nuevas emisiones de bonos titulizados.

Gráfico 6.8. Concesión de préstamos subprime (miles de millones de dólares)

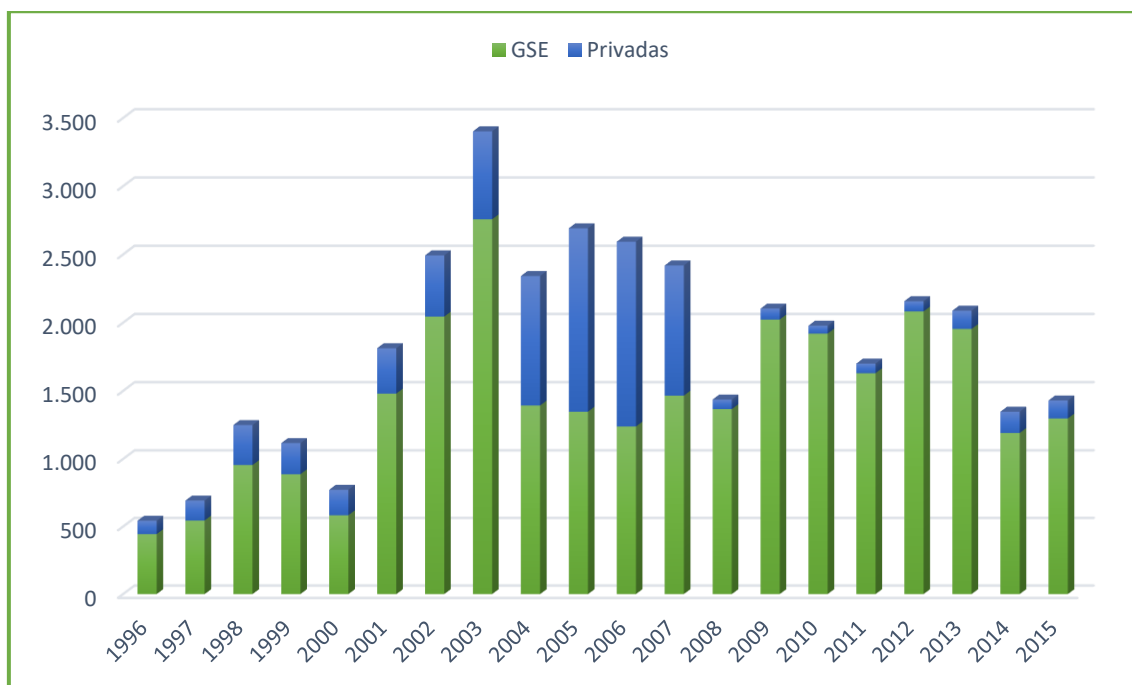


Fuente: tomado de FCIC 2011

2.2. Aceleración de la burbuja en torno a MBSsp-CDO-CDS

Sin embargo, como se ha avanzado al comienzo del capítulo, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y sus primeros efectos sobre los prestamistas y ciertos prestatarios, se produjo un impulso mayor de los instrumentos basados en las hipotecas, sobre todo los productos estructurados y los derivados. En primer lugar, la emisión de MBS hipotecarias privadas (CMBS y RMBS), aunque redujo su cuantía desde 1,3 a 0,95 billones de dólares (SIFMA 2009), su cifra seguía reflejando un alto nivel de nuevas titulizaciones, en su mayor parte a cargo de empresas privadas distintas de las agencias esponsorizadas por el gobierno (gráfico 6.9); en su mayor parte de trataba de los grandes bancos. De hecho, durante el primer semestre de 2007 las nuevas emisiones privadas fueron similares a las del año anterior, comenzando a reducirse en la segunda mitad del año. El mayor parte eran RMBS, si bien las CMBS continuaron aumentando a lo largo del año. También lo hicieron las titulizaciones (MBS y CMO) emitidas por las agencias GSE, tras haber experimentado descensos significativos durante los años de la burbuja inmobiliaria⁸⁴. En ambos casos, tanto las entidades privadas como las GSE, sí redujeron bastante las emisiones de bonos *subprime* en el primer trimestre y en el segundo también lo hicieron las de bonos de hipotecas ALT-A.

Gráfico 6.9. Volumen de emisiones de MBS (millones de dólares)

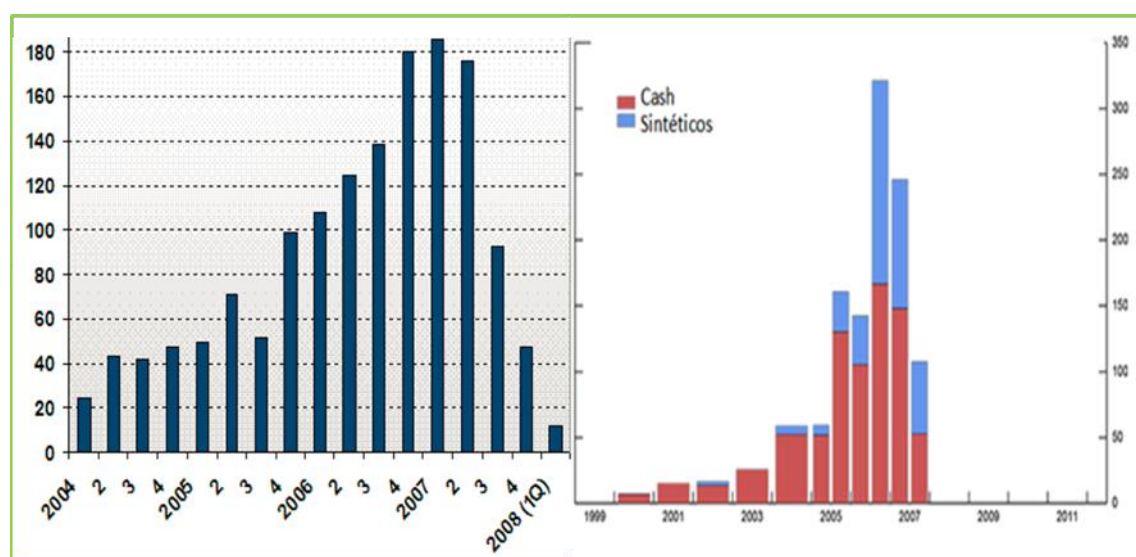


Fuente: SIFMA Structured Finance US MBS

⁸⁴ En 2008 se produjo el derrumbe de las emisiones de MBS, que fue brutal en el caso de las entidades privadas y sólo parcial en las GSE.

En segundo lugar, las emisiones de CDO, cuyo colateral seguían siendo principalmente bonos MBS, experimentaron una aceleración en 2006 que fue más intensa al año siguiente hasta alcanzar sus cifras máximas a mediados de 2007 con más de 180 mil millones de dólares. Aunque después descendieron, es relevante constatar que sus cifras siguieron siendo muy altas, de modo que las emisiones a finales de año (más de 90 mil millones) se acercaban a las registradas a comienzos de 2006; incluso el valor de las creadas en el primer trimestre de 2008 era equivalente al de finales de 2005. Al mismo tiempo, los CDO sintéticos también experimentaron un gran auge en la segunda mitad de 2006 y la primera de 2007 (gráfico 6.10)

Gráfico 6.10. Emisiones de CDO (miles de millones de dólares)



Fuente: tomado de Barnett-Hart⁸⁵ (2009)

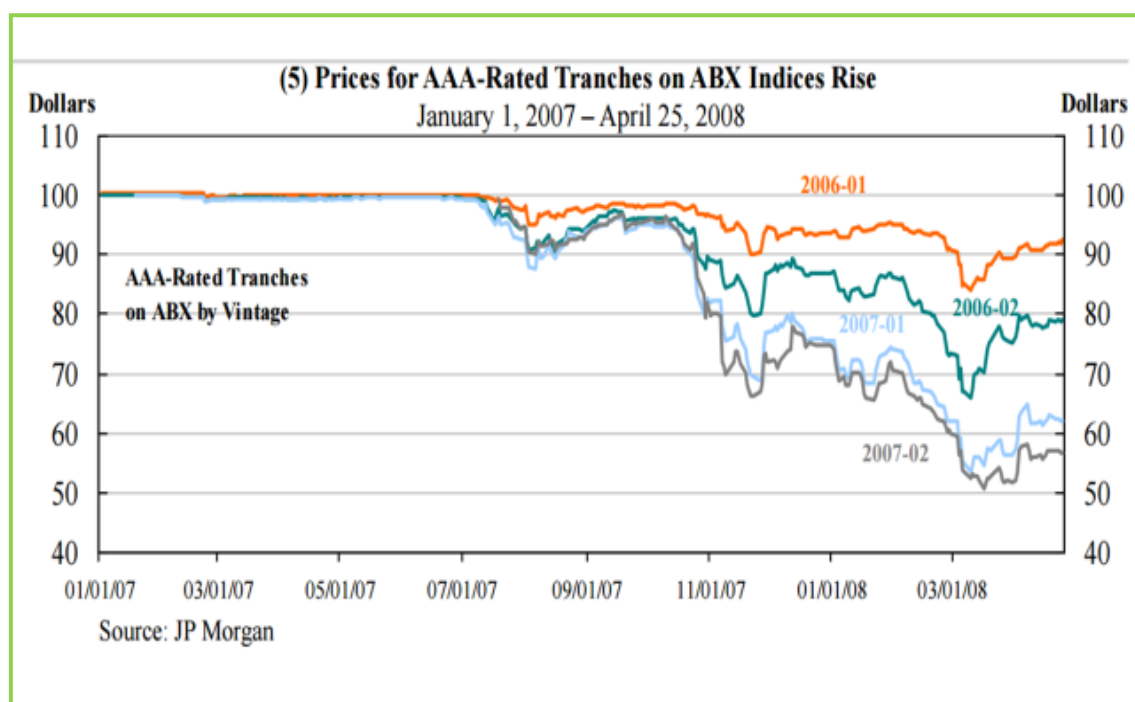
En tercer lugar, las primas pagadas en los contratos CDS siguieron siendo muy reducidas tras el estallido inmobiliario, sin registrar señales que indicasen un aumento del riesgo. De hecho, en enero de 2007 la percepción del mercado seguía siendo que el riesgo de los bonos de titulización era prácticamente nulo (cero puntos básicos) y así se mantuvo hasta mediados del año. Solamente, algunos hechos puntuales se orientaban en otra dirección. Así, a principios de 2005 se pudo apreciar que ciertos agentes tomaban posiciones cortas en CDS sobre los bonos hipotecarios y CDO basados en *subprime*. Sin embargo, esas apuestas incentivaron más la demanda de CDS y la creación de CDO sintéticos, aumentando en 2006 la proporción de CDS utilizados como colateral desde el 9% al 27% (FCIC 2011). Además, se hizo más difícil mantener posiciones cortas en CDS porque requerían grandes aportaciones de colateral y el pago de las primas correspondientes a la posición

⁸⁵ Barnett-Hart A. (2009): *The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis*, Harvard College Cambridge, Massachusetts.

compradora, ya que eran apuestas en dirección contraria a las expectativas del mercado (Lewis 2010; FCIC 2011).

La familia de índices ABX, creados por Markit Group en 2007 para reflejar las condiciones del mercado *subprime*, medía el precio medio de una cesta compuesta por CDS a partir de CDO basados en préstamos hipotecarios de tipo *subprime*. Con ello expresaba el coste de asegurar mediante CDS el riesgo de incumplimiento de tramos CDO de MBS dentro de un rango de calificación desde BBB a AAA. Así, a partir del otoño de 2007 uno de estos índices ABX compuesto por tramos AAA referenciados a hipotecas otorgadas entre 2006-2007, empezó a caer abruptamente, mientras el colateral había colapsado en otoño del año anterior, perdiendo hasta un 30% de su valor de principios del año (gráfico 6.11). Lo lógico habría sido que los CDO, basados en esos bonos hipotecarios, hubiesen empezado a incumplir también⁸⁶.

Gráfico 6.11. Precios de tramos AAA sobre el índice ABX (dólares)



Fuente: tomado de BoG FRB, Federal Open Market Committee, meetings⁸⁷

⁸⁶ Según dicho índice, en marzo de 2008, los tramos de CDO peor calidad de CDO emitidos en la primera mitad de 2007 BBB, BBB- y A, habían perdido el 90% de su valor con respecto a enero. Incluso los tramos AA perdían el 80% y los mejores tramos también caían un 40%.

⁸⁷ Disponible en:

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20080430material.pdf>

Consecuentemente, las respuestas de los mercados de bonos titulizados, productos estructurados, sintéticos y derivados, ponían al descubierto que los mecanismos surgidos durante la burbuja inmobiliaria habían cobrado vida propia y constituían una burbuja paralela que aceleró su ritmo desde 2006. La explicación de ese comportamiento se deriva del análisis desarrollado en los capítulos anteriores y se sustancia en la interacción de cinco factores principales.

- a. La decisiva importancia del mercado de CDO. Compuestos cada vez más por tramos BBB de MBS que no se podían vender de otra manera, los nuevos CDO incentivaban la demanda de MBS *subprime* como “materia prima” para ampliar su negocio. Cuando se redujo la posibilidad de crear nuevos bonos titulizados, la emisión de productos estructurados se desplazó hacia CDO² y CDO³, compuestos por los tramos invendibles de los CDO anteriores, y hacia los CDO sintéticos (FCIC, 2011).
- b. El protagonismo de los grandes bancos. Durante el primer semestre de 2007, liderados por Merrill Lynch y Citigroup, los grandes bancos crearon y vendieron un gigantesco volumen de nuevos CDO. Según datos de Asset-Backed Alert, durante esos meses ambas entidades emitieron CDO por un valor superior a 60 mil millones de dólares, lo que representaba el 20% de la cuota de mercado en ese momento y suponía un incremento del 44% con respecto a la primera mitad de 2006. Si se consideran las primeras 15 entidades emisoras y vendedoras, su cuota era superior del 80% del mercado y su valor incremento en un 49% las emisiones efectuadas.
- c. Las dificultades de valoración de los activos. A los grandes problemas ya explicados para valorar los CDS se sumaban los procedentes de los bonos CDO y MBS. Eran instrumentos negociados en mercados cada vez más opacos, alejados de lo que sucedía con las hipotecas y condicionados por una minoría de grandes operadores.
- d. La actuación de las agencias de calificación. Hasta julio de 2007 no cambiaron los ratings de los CDO, a pesar de la amplia evidencia de la trayectoria negativa que mostraba su colateral desde hacía meses. A la vez, su reacción posterior rebajando de golpe la calificación de varios tramos de MBS y CDO reforzó la sensación de pánico que caracterizaba a los mercados (Blinder, 2014; FCIC, 2011).
- e. La postura inhibitoria de los poderes públicos. Tras el estallido de la burbuja hipotecaria la Reserva Federal mantuvo su optimismo acerca de la situación. Todavía en marzo de 2007, el recién nombrado nuevo Presidente de ese organismo, Ben Bernanke, afirmaba que los problemas en el mercado *subprime* tendrían un alcance menor: “Sin embargo, en esta coyuntura, el impacto sobre la

*economía y los mercados financieros de los problemas en el mercado subprime parece ser contenido. En particular, las hipotecas a los prestatarios con menor riesgo crediticio y las hipotecas a tipos fijos a todas las clases de prestatarios siguen obteniendo buenos resultados, con bajas tasas de morosidad*⁸⁸. Al mes siguiente declaraba que los problemas en el mercado *subprime* ya habían sido contenidos en gran medida.

En mayo, el Secretario del Tesoro, Paulson decía que: *'No esperamos que se produzcan efectos derrame desde el mercado subprime hacia el resto de la economía'* (Blinder 2014: 88), mientras que, en julio, Bernanke dijo en el Senado que su estimación de las pérdidas potenciales en el sector *subprime* no superaría los 100 mil millones de dólares. (Lewis 2010: 175)

Más adelante, entre el verano de 2007 y la primavera de 2008, Paulson siguió dando pruebas de la inacción características de los organismos federales. En marzo de ese año insistía en que: "Con vistas al futuro, espero que los mercados financieros se vean menos impulsados por la reciente agitación y más por las condiciones económicas en general y, en concreto, por la recuperación del sector inmobiliario" (Roubini y Mihm 2010: 33).

2.3. Multiplicación de episodios críticos

La aceleración de la segunda burbuja proporcionó grandes beneficios especulativos en los mercados de MBSsp-CDO-CDS y a la vez acentuó los riesgos asumidos por los operadores de esos mercados, cuyas consecuencias fueron la multiplicación de los episodios críticos y de los efectos de contagio. La quiebra de entidades de crédito alcanzó a cientos de prestamistas y afectó también a algunos de los principales bancos. En febrero de 2007, el banco británico HSBC, con grandes cifras de negocio en Estados Unidos⁸⁹, anunció importantes pérdidas en su cartera *subprime* y decidió abandonar ese mercado. En julio, Merrill Lynch anunció que durante el segundo trimestre sus beneficios se habían reducido debido a las fuertes pérdidas en el mercado de bonos *subprime*. No obstante, el episodio más ilustrativo sucedido en ese mismo mes fue la quiebra de los dos principales *hedge funds* de Bear Stearns (High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund y High-Grade Structured Credit Fund) que operaban con productos estructurados basados en *subprime* (Valukas, 2010; Antoncic, 2010).

⁸⁸ Chairman Ben S. Bernanke, The Economic Outlook Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, March 28, 2007 at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070328a.htm> (Citas traducidas por la doctoranda)

⁸⁹ En 2002 habían comprado Household Financials, convirtiéndose en el primer gran prestamista de *subprime* con prácticas muy agresivas (Lewis 2010).

Las dificultades de ambos fondos iban en aumento desde que, en pleno descenso del índice ABX, asomaron las dudas acerca de los colaterales que esos fondos ponían como garantías en las operaciones repos con las que se financiaban. Los prestamistas amenazaron con vender los tramos senior de CDO que mantenían como colaterales, pero se encontraron con un mercado a la baja y muy volátil, que aún lo hubiera sido más si esos bonos hubieran salido a la venta (con un valor muy depreciado). Por ese motivo, los prestamistas optaron por no vender los CDO, pero tanto ellos como otros posibles financiadores retiraron su confianza en dichos fondos, de modo que tuvo que ser Bear Stearns quien inyectase capital para rescatarlos. Sin embargo, esa medida de corto plazo no ayudó a resolver el problema, puesto que a continuación muchos inversores de esos *hedge funds* optaron por retirar su capital a la vez el activo seguía disminuyendo con la pérdida de valor de los MBS y los CDO. Al cabo de varias semanas, el capital de esos fondos estaba agotado y tuvieron que declararse en quiebra. Seguidamente, quebró otro fondo estadounidense perteneciente al banco suizo UBS, desapareciendo en condiciones similares.

Lejos de suponer eventos ocasionales que afectaban a unos vehículos de inversión cuyas dimensiones no eran de las más importantes, a la altura del verano de 2007 aquellos episodios críticos estaban marcando un punto de ruptura con la situación precedente en la medida en que mostraban las reacciones pendulares que caracterizan a los procesos de pánico e iliquidez que acompañan a toda burbuja especulativa. El abandono de los inversores y de las entidades que financiaban a corto plazo a aquellos fondos señalaba la dirección en la que habían comenzado a orientarse los mercados.

Fue también en julio cuando las agencias rebajaron las calificaciones de los bonos MBS emitidos a lo largo del año anterior, mientras que el mercado de CDO todavía mostraba dinamismo y el de CDS seguía en expansión, de modo que durante la segunda mitad del año los contratos negociados pasaron de 0,7 a 2 billones de dólares. Sin embargo, esas cifras indicaban, precisamente, que los temores y la desconfianza se habían instalado en Wall Street y empezaban a moverse las posiciones de los operadores que estaban cortos en CDS⁹⁰. Por primera vez los grandes bancos comenzaban a comprar protección ante la ingente cuantía de MBS y CDO que acumulaban en sus activos, quebrándose la tendencia a la baja que habían mantenido las primas. Ese cambio de posiciones de grandes bancos hizo que

⁹⁰ Tal vez el caso más relevante fue el de Goldman Sachs, documentado ampliamente por el informe de la Informe del Senado de EEUU acerca de la crisis financiera global (Levin 2011). El motivo inmediato de su cambio de posición fue que uno de sus *hedge fund* (Global Alpha) declaró grandes pérdidas por las subprime. Como respuesta, el banco diseñó diversos tipos de CDO (Timberwolf y otros) sobre hipotecas subprime y se posicionó como apostador en contra de los tramos que el propio banco vendía a sus clientes, por supuesto con el total desconocimiento de estos (Lewis 2010; FCIC 2010; Levin 2011).

aumentaran considerablemente las primas de los CDS por asegurar emisiones de CDO realizadas en la primera mitad de 2007. Como muestra el gráfico 6.12, a partir del verano las primas para los tramos A aumentaron de 250 a 2.000 puntos básicos, para los BBB de 1.000 a 3.500 y para los BBB- de 1.500 a 4.000 pb.

Gráfico 6.12. Spread de ABX (2007-01) según rating (PB, puntos básicos)



Fuente: tomado de BoG FRB, Federal Open Market Committee, August 7 meeting⁹¹

Paralelamente, el mercado de bonos titulizados se precipitaba hacia el colapso, después de que el índice tomado como referencia de su evolución cayera un 40% en el primer semestre. Incluso los tramos AAA del índice, que antes se consideraban tan seguros como los bonos del Tesoro, empezaron a perder valor en el verano y las emisiones hechas en el propio año 2007 registraron caídas más agudas que las efectuadas en el año anterior, de manera que en marzo de 2008 habían perdido alrededor del 50% de su valor. El agudo descenso del índice ABX para los tramos de peor calidad amplió las dudas sobre el grado de exposición en bonos *subprime* en el que habrían incurrido un gran número de entidades.

La disposición a vender CDO a la baja contribuía a depreciar aún más esos activos y los movimientos masivos de búsqueda de protección mediante CDS tensaban al alza las primas pagadas en el mercado (es decir, las primas requeridas para la contratación de nuevos CDS) a la vez que se desconocía la capacidad real de las contrapartes para hacer frente a sus obligaciones en caso de que se produjeran

⁹¹ Disponible en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical2007.htm>

incumplimientos en los activos subyacentes. En ese contexto, cuando se percibía que una entidad podría tener problemas que acarearían la desvalorización de sus activos de inmediato aumentaban sus dificultades para financiarse, se reducía su cotización, se retiraban sus inversores y aumentaban sus pérdidas. Por tanto, las interacciones expansivas de los años anteriores se convertían en círculos viciosos que se expendían de un mercado a otro y afectaban a un número creciente de entidades (Crotty 2009, Mallaby 2010).

Tres últimas reacciones cobraron importancia hasta la primavera de 2008 ya que ponían descubierto los peligros acumulados durante los años de apogeo. En primer lugar, los inversores pretendieron saber el valor de los activos de mala calidad (tóxicos) que sus respectivas contrapartes mantenían en los balances. Sin embargo, en mercados que arrastraban turbulencias y amplia volatilidad de sus precios, además de dificultades de valoración, la complejidad y la opacidad de muchos productos impedían realizar una estimación, ni siquiera aproximada, lo cual generalizaba las sensaciones de desconfianza, ampliadas por el hecho de intuirse que existían múltiples interconexiones cuyas características se desconocían. Un ejemplo relevante era la situación de Citigroup y sus vehículos cuando se supo que sólo siete de sus SIV detentaban activos por valor de 100 mil millones de dólares. Según Reilly (2008), a finales de 2007 tanto JP Morgan Chase como Citigroup tenían un billón de dólares de activos en vehículos de titulización que no estaban recogidos en su contabilidad; unos vehículos que en el caso de JP Morgan le habían generado ingresos de casi 3.5 mil millones de dólares en 2007.

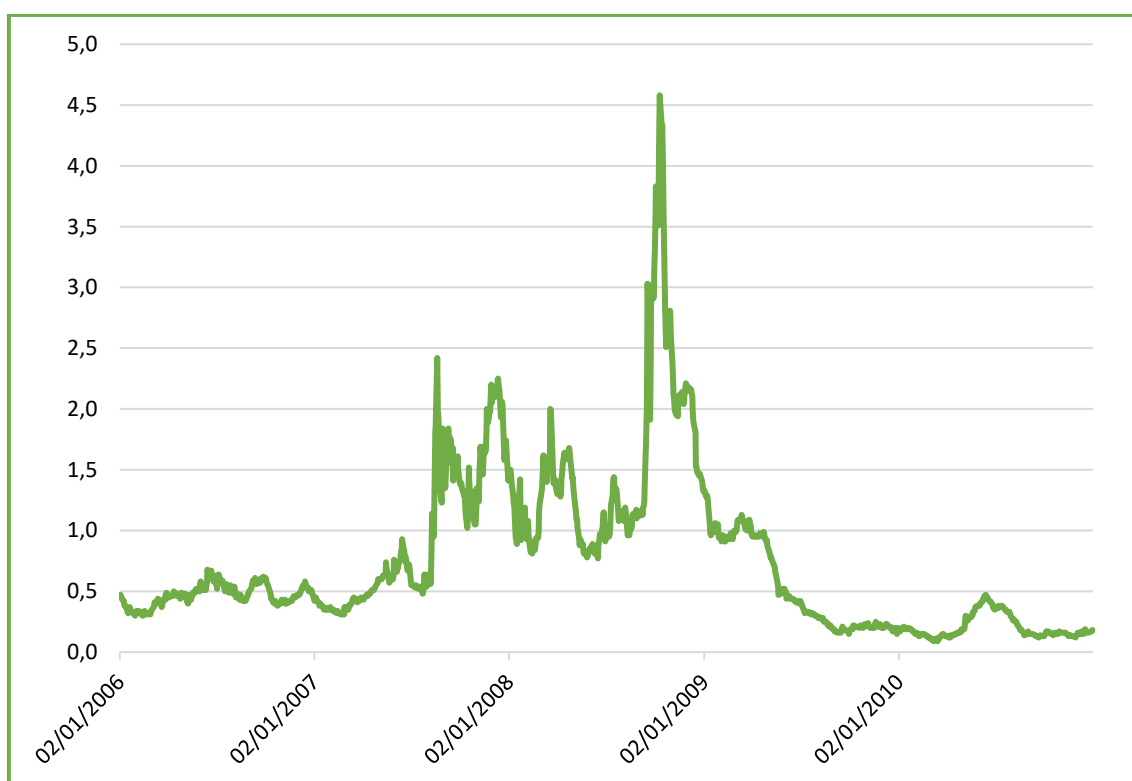
En segundo lugar, a medida que las grandes entidades y sus vehículos reconocían pérdidas y necesitaban mayores flujos de financiación se reveló en toda su crudeza la contradicción que suponía obtener financiación a corto plazo (en un contexto de creciente desconfianza) para refinanciar posiciones de activos a largo plazo, de los cuales unos que eran estructuralmente ilíquidos y en otros la liquidez disminuía en dicho contexto. Esa contradicción se avivó con la huida masiva de muchos financiadores. En sólo cuatro semanas, durante el verano de 2007, el mercado de papel comercial (*Asset Backed Commercial Paper, ABCP*) perdió más de 200 mil millones de dólares por la retirada de inversores, lo que dejó sin su financiación principal a un gran número de vehículos de titulización⁹² y de *hedge funds*. Como consecuencia, los grandes bancos que habían creado dichos vehículos se vieron forzados a rescatarlos poniendo en juego su propio capital y asumiendo las pérdidas

⁹² La principal diferencia entre los vehículos de tipo Conduit y SIV es que el primero se refiere a entidades que almacenan los préstamos hasta su titulización, mientras que el segundo lo hace hasta el momento que pasen a los bonistas finales (Roubini y Mihm, 2010).

de esos vehículos por unos activos, que conjuntamente sumaban 800 mil millones de dólares (Roubini y Mihm 2010: 61-62)⁹³.

En tercer lugar, la desconfianza pasó a dominar el mercado de los préstamos bancarios. De un lado, la *TED spread*, que mide la diferencia entre la tasa LIBOR a 3 meses de plazo y la tasa de los fondos federales al mismo plazo y que es considerada libre de riesgo, empezó a oscilar con gran volatilidad desde agosto de 2007 situándose entre 100 y 200 pb (gráfico 6.13). De otro lado, los precios de los índices ABX volvieron a caer a partir del otoño (gráfico 6.11) y mostraron el colapso de los bonos titulizados. Y de otro, los mercados del papel comercial y repo redujeron su liquidez, a la vez que acortaban los plazos de financiación y elevaban los tipos de interés.

Gráfico 6.13. *TED spread durante la crisis financiera (valores diarios en %)*



* *TED spread*: diferencia entre los bonos de Tesoro a 3 meses que representa el tipo de interés a corto plazo sobre la deuda del Gobierno Federal y el LIBOR al mismo plazo que representa el tipo de interés interbancario

Fuente: Federal Reserve of Saint Louis

⁹³ Para afrontar ese tipo de situación, en agosto de 2007 BNP Paribas, el mayor banco de Francia, prohibió la retirada de capital en tres de sus *hedge funds* que operaban en el mercado de titulizaciones de EE.UU., debido a su carencia de liquidez (Blinder 2014: 90).

Fue en aquel momento de viraje radical de los mercados cuando la Reserva Federal modificó de manera parcial su política monetaria, como primera y tardía evidencia de que las autoridades reconocían que algo estaba sucediendo, pero seguían ignorando la envergadura del problema en presencia. Al final del verano, la FED acordó inyectar liquidez considerando que ciertas entidades presentaban dificultades temporales entre sus flujos de ingresos y pagos, para lo cual procedió a aumentar su oferta de dinero; sin embargo, los tipos altos seguían por encima del 5% y la FED seguía convencida de que la preocupación principal era controlar la inflación. Hasta mediados de septiembre el tipo de referencia se mantuvo en el 5,25% y después hubo una primera bajada de medio punto porcentual, seguida de otra similar a finales de octubre (Blinder 2014). A pesar de la quiebra de cientos de prestamistas y de vehículos, del anuncio de grandes pérdidas por parte de Citigroup, Merrill Lynch y otros grandes bancos, no fue hasta enero de 2008 cuando la FED redujo los tipos al 3%.

La evidencia de que ese mecanismo monetario tradicional no bastaba para hacer frente a la situación indujo a la FED a adoptar otras dos líneas de actuación. En diciembre de 2007 puso en marcha la TAF (*Term Auction Facility*) elevando la cuantía de crédito disponible para los bancos mediante un procedimiento de acceso que no les estigmatizara como entidades problemáticas. Sin embargo, tras conceder un primer préstamo a Bear Stearns, unas semanas después dicho banco de inversión anunció su situación de insolvencia, poniendo en evidencia el limitado alcance del programa para afrontar una gravísima situación financiera larvada y desarrollada en los años precedentes. De hecho, durante esos primeros meses de 2008, para afrontar las pérdidas sufridas algunos grandes bancos habían acudido a otras vías alternativas, hasta entonces inauditas, para conseguir la financiación que necesitaban. Citigroup logró que el fondo soberano de Abu Dhabi aportase 7.500 millones de dólares, mientras que otros fondos similares de Singapur y China aportaron cantidades en torno a 5 mil millones tanto a Morgan Stanley como a Merrill Lynch. Otras entidades como Wachovia y Washington Mutual lograron 7 y 3 mil millones, respectivamente, de fondos de capital riesgo (Blinder 2014).

Posteriormente, dos semanas después de la quiebra de Bear Stearns la FED instauró otro mecanismo para actuar como prestamista de última instancia: TSLF (*Term Securities Lending Facility*), ofreciendo letras del Tesoro a cambio de activos de dudosa calidad para facilitar la limpieza de los balances de los bancos en dificultades (Roubini y Mihm 2010; Blinder 2014).

No obstante, a pesar de esas inyecciones crediticias y ayudas financieras, en marzo de 2008 la corrección a la baja de sus MBS y CDO hizo que Citigroup tuviera que reconocer pérdidas del valor de sus activos cifradas en 40 mil millones, mientras que otros bancos anunciaban pérdidas igualmente importantes en sus negocios con bonos, productos estructurados y derivados (Roubini y Mihm 2010; Sorkin 2009).

3. LA AMENAZA DE CRISIS SISTÉMICA HECHA REALIDAD

A la vista de los hechos expuestos en el anterior apartado, el verano de 2007 marcó el punto de no-retorno del desencadenamiento de la crisis generada por los riesgos acumulados durante los años anteriores en los mercados de MBSsp-CDO y CDS. Tras la desaparición de nuevas emisiones de bonos titulizados, el descenso de los diferentes tramos de CDO vinculados a titulizaciones hipotecarias y la subida de las primas de protección de los CDS, centenares de entidades prestamistas y de *hedge funds* se vieron abocadas a la quiebra, mientras los grandes bancos almacenaban grandes volúmenes de “activos tóxicos” compuestos por MBS y CDO para los que no encontraban colocación o bien su venta deberían realizarla a precios muy inferiores a los de meses anteriores.

En esa trayectoria descendente, la crisis de Bear Stearns en marzo de 2008 marcó el punto de precipitación de los acontecimientos que terminaron por implosionar unos meses después cuando se produjeron las quiebras sucesivas del mayor prestamista en origen (Countrywide Financial), la mayor compañía de seguros (AIG), múltiples *monolines* vendedoras de protección CDS para CDO y otros subyacentes (AMBAC, MBIA, ACA), las dos grandes agencias hipotecarias sponsorizadas por el gobierno (Fannie Mae y Freddie Mac), la mayor entidad de depósitos (Washington Mutual), dos grandes bancas de inversión (Merrill Lynch y Lehman Brothers), quedando en situación estricta de quiebra los demás grandes bancos (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup, Bank of America, Wachovia). En suma, la práctica totalidad del sistema financiero se sumió en una crisis generalizada.

Ante esa riada de hitos críticos, los poderes públicos siguieron atrapados en la disyuntiva de reconocer el binomio generalidad- gravedad de la crisis, contradiciendo su anterior actitud, o bien mantener esta y considerar que cada nuevo episodio era un suceso aislado sin efectos sobre el conjunto del sistema financiero. Esta segunda opción siguió prevaleciendo hasta el 13 de septiembre cuando, ante la inminente quiebra de Merrill Lynch y Lehman Brothers, el Secretario del Tesoro, Paulson, declaró que “todo el mundo está en peligro”. Diez días después, el propio Paulson y Bernanke acudieron al Congreso para solicitar la concesión de 700 mil millones de dólares de dinero público para emprender el mayor plan de rescate financiero de la historia de EEUU a través del *Troubled Asset Relief Programm* (TARP).

Aquel cambio de posición tuvo lugar dos años después de que hubiera estallado la burbuja inmobiliaria, cuando la gravedad era extrema y la crisis financiera había arrastrado al conjunto de la economía, de modo que ahora la crisis económica acentuaba la gravedad de la crisis financiera. Según los datos del Bureau of Economic Analysis, el PIB arrojaba tasas negativas desde el último trimestre de 2007 y la inversión se hundía, registrando al finalizar 2008 una tasa anual de -6,8%.

En el caso de la inversión residencial, tras caer un -18,8% en 2007 al año siguiente lo hizo en un 24%, siendo un fiel testigo de la magnitud del descalabro que sufría el mercado hipotecario, que había impulsado el período de apogeo de la banca de inversión.

3.1. La quiebra de Bear Stearns como paradigma.

Las dificultades de Bear Stearns, convertidas primero en proceso agónico y después en quiebra, mostraron la secuencia que después caracterizó a los numerosos episodios críticos que la siguieron:

1. Concentración de riesgos en operaciones con MBSsp-CDO-CDS.
2. Detección de problemas significativos de la entidad y/o de sus vehículos en torno a esos instrumentos.
3. Mayor desconfianza de quienes les venían financiando a corto plazo con operaciones repos (fondos de mercados monetarios, fondos de inversiones, tesorería de grandes empresas) y aceptaban como colateral aquellos instrumentos basados en hipotecas.
4. Aumento de las exigencias de las contrapartes, aumentando los intereses, restringiendo la cuantía de la financiación y obligando a presentar mayores colaterales (aplicando mayores descuentos); todo lo cual elevaba las dificultades para obtener liquidez.
5. Caída de la cotización bursátil en el caso de entidades cotizadas y descenso de la calificación de sus activos.
6. Generalización de la desconfianza acerca de su situación financiera y menores posibilidades de vender activos tóxicos sin incurrir en pérdidas importantes.
7. Desconfianza convertida en pánico que induce la retirada de la financiación a corto y de parte de capital por parte de inversores, multiplicando las necesidades de financiación.
8. Reconocimiento de una crisis de liquidez que ante los problemas estructurales acumulados se transformaba en una crisis de insolvencia ya que en su balance el activo deteriorado es netamente inferior a las obligaciones de pago que exige su pasivo.
9. Tardía intervención de las autoridades reconociendo la quiebra de la entidad y, según los casos, estableciendo una operación de salvamento con recursos públicos.

Siendo el menor de los cinco grandes bancos de inversión, no obstante, en 2007 los activos de Bear Stearns se acercaban a 400 mil millones de dólares y su presencia en los mercados de titulizaciones y productos estructurados era importante. Desde 2000 había sido uno de los tres mayores suscriptores de bonos MBS, siendo líder en 2006 y segundo en 2007, por detrás de Lehman Brothers, con una cuota del 10% y destacando sobre todo en la titulización de hipotecas ARM y en CDO (FCIC 2010;

Mayer y Marano 2007). Igualmente, era uno de los mayores suscriptores de CDO a escala mundial, de modo que su actividad integraba verticalmente toda la cadena de suscripción y colocación o venta a los bonistas finales de MBS y de CDO, participando también como contraparte de múltiples vehículos en operaciones con CDS (Blinder 2014; Asset-Backed Alert). Casi la mitad de sus ingresos procedían de las operaciones en esos mercados basados en hipotecas y una parte fundamental de su financiación la obtenida en los mercados de repos.

Las primeras dificultades de Bear Stearns se detectaron merced a los ya mencionados problemas de financiación que encontraron dos de sus *hedge funds* en el verano de 2007. Tras detectarse su excesiva exposición en CDO, las reticencias de los fondos monetarios a seguir prestándoles dinero y la súbita retirada de capital de muchos inversores, hizo que Bear Stearns tuviera que aportar la financiación requerida por esos fondos y, en consecuencia, a ser el banco el que buscara mayor financiación. El intervalo de septiembre-07 a marzo-08 marcó el acrecentamiento de las dudas dirigidas directamente hacia la situación del banco: encarecimiento de los costes de financiación, reticencias de ciertos fondos monetarios a seguir aportando recursos, inclusión del banco entre las entidades a las que las agencias de rating podrían rebajar la calificación por “*negative outlook*” y caída de su cotización en bolsa (Blinder 2014).

El proceso agónico quedó patente cuando Federated Investor, uno de los mayores fondos de mercado monetario, decidió eliminar a Bear Stearns de su lista de contrapartes para la financiación a corto plazo con papel comercial no garantizado. Esa decisión fue seguida por otros fondos monetarios y después fueron varios *hedge funds*, que eran clientes de sus servicios *prime brokerage*, los que temiendo por la solvencia del banco para afrontar los compromisos de pago contraídos con CDS le exigieron mayor transparencia sobre su exposición en los mercados de MBS y CDO. Algunos de ellos, como Renaissance Technologies, uno de los mayores clientes en esos servicios, cancelaron sus posiciones con el banco (FCIC 2010: 286).

El desenlace se produjo a partir del 10 de marzo cuando las agencias de rating rebajaron la calificación a 15 tipos de bonos MBS emitidos por uno de los vehículos SIV del banco. El pánico desatado entre sus contrapartes (incluyendo grandes bancos como JP Morgan Chase y Citigroup) dio lugar a que el banco perdiese gran parte de su liquidez y no pudiera encontrar ninguna entidad ni prestamista de última instancia que proporcionase nuevos recursos⁹⁴. El 11 marzo Hyman Capital se propuso salir como contraparte de un contrato de derivados que tenía con Goldman Sachs, siendo Bear Stearns quien ofreció el mejor precio (en una operación

⁹⁴ Precisamente, tras la quiebra de Bear Stearns, dos semanas después, la FED estableció el programa TSLF para otorgar préstamos a bancos de inversión y otros *primary dealers*, que se encontrasen en esa situación, aceptando como colateral títulos MBS con rating AAA. Fue el primer programa destinado a financiar a entidades de banca de inversión que no fuesen bancos comerciales.

típica de cierre de este tipo de posiciones, llamada *novation*), pero Goldman Sachs se negó a aceptar a Bear Stearns como contraparte, poniendo en evidencia su desconfianza en la situación financiera de este último. Al día siguiente el banco tendría que hacer frente a otros 1.100 millones de dólares de llamadas al margen realizadas por sus contrapartes en derivados (FCIC 2010). En apenas cuatro días su liquidez había pasado de 18 a 2,2 mil millones, sin encontrar nuevas formas de obtener financiación, mientras que Standard & Poors volvía a rebaja su rating y el banco perdía la mitad de su cotización en bolsa. Su situación financiera era de quiebra, aunque sus directivos y las autoridades federales seguían presentándola como si se tratase de un problema de falta de liquidez.

La primera decisión de la Reserva Federal fue ofrecer un préstamo de 13 mil millones de dólares (que hubiera sido el primero concedido a un banco de inversión desde los años treinta). Después, temiendo los efectos de contagio que podrían sobrevenir de un incumplimiento de sus contratos con CDS y de la venta precipitada de los activos desvalorizados, la FED gestionó directamente con JP Morgan Chase que concediera un préstamo a Bear Stearns, ya que era una de las principales contrapartes en muchas operaciones. Finalmente, a la vista de la incertidumbre creada y de la posible cadena de efectos de contagio, la Reserva Federal optó por encargar a JP Morgan Chase que estimase las necesidades de financiación del banco quebrado y las condiciones para adquirirlo. De ese modo, el propio comprador pudo valorar a cuánto ascendía la cartera de activos dudosos de la que se iba a hacer cargo (30 mil millones de dólares), ofreciéndose a conceder un préstamo de mil millones con la condición de que la FED aportase los otros 29 mil millones, a la vez que proponer la compra de la entidad a un precio casi simbólico (2 dólares por acción, que después subió a 10) cuando unos meses antes cotizaba por encima de 90 dólares.

Se produjo entonces un doble debate acerca de los rescates financieros de entidades demasiado grandes que persistiría con los siguientes episodios críticos. De un lado, estaba el dilema de si los grandes bancos debían ser rescatados por las posibles consecuencias de su quiebra (*too big to fail*), considerando que esa decisión estimularía la asunción excesiva de riesgos ante la expectativa de que en caso de crisis los poderes públicos acudirían en su auxilio. De otro lado, estaba el dilema de si tal rescate suponía el salvamento de los bancos o bien el de sus acreedores y contrapartes (que sufrirían las consecuencias de la quiebra), considerando que esa decisión estimularía la irresponsabilidad de los acreedores cuando financiaban a las entidades con exceso de riesgo (Brenner 2009; Sorkin 2009; Blinder 2014).

3.2. Desaparición de los bancos de inversión.

El proceso hacia la crisis por parte de los otros cuatro grandes bancos de inversión se produjo con algunas variantes pero con un mismo resultado final. La diferencia

consistió en que la quiebra de Merrill Lynch significó su compra por Bank of America y la de Lehman Brothers supuso su desaparición, mientras que Morgan Stanley y Goldman Sachs pudieron escapar a ambas salidas (absorción o desaparición) merced a los grandes fondos públicos que recibieron de los organismos federales. La resultante final fue que desde finales de septiembre ninguno de los cinco grandes bancos de inversión mantuvo su estatus jurídico-financiero, de modo que dos habían sido absorbidos, uno desapareció y los otros se convirtieron en holding para recibir aquellos fondos públicos.

La secuencia de sus respectivos procesos críticos reprodujo el decálogo recogido al comienzo del epígrafe anterior, por lo que aquí sólo se destacan algunos aspectos diferenciales que dieron lugar a que las soluciones finales fuesen diferentes.

a) Merrill Lynch comenzó a operar con fuerza en los mercados relacionados con hipotecas *subprime* en 2003 y todavía más en 2006 tras la compra de First Franklin que había sido uno de los mayores prestamistas de esas hipotecas. Su participación en la suscripción de MBS fue importante, superando los 14 mil millones de dólares en emisiones realizadas durante 2007, con una cuota de mercado del 3,3%. No obstante, el centro de su negocio se concentró en el diseño de CDO a partir de bonos con amplias proporciones de *subprime* (Lewis 2010), reteniendo los tramos super senior y vendiendo los demás. Se convirtió así en el segundo mayor suscriptor de CDO a escala mundial, por detrás de Citigroup, contabilizando en 2007 más de 38 mil millones de dólares en emisiones, lo que representaba el 9,3% del mercado (Asset-Backed Alert; FCIC 2011).

Las primeras dificultades se pusieron de relieve con la quiebra de dos entidades dedicadas a emitir hipotecas que eran prestatarias de Merrill Lynch. Después se acentuaron con la caída del valor de los CDO que tenía acumulados, viéndose obligado a reconocer pérdidas sucesivas entre los veranos de 2007 y 2008, contabilizó una pérdida acumulada por títulos hipotecarios de 52 mil millones de dólares, que superaba su capital accionarial valorado en 32 mil millones (FCIC 2011).

A la vista de los problemas insuperables que en esos mismos días de septiembre estaba encontrando Lehman Brothers para captar financiación, los propios directivos de Merrill Lynch decidieron gestionar su compra por Bank of America, ofreciendo como ventaja la perspectiva (después hecha realidad, como se examina en el siguiente capítulo) de que iban a recibir grandes ayudas públicas. Esa negociación les permitió conseguir un precio de compra (29 dólares por acción) que superó en un 70% la cotización alcanzada al cierre de la sesión del 12 de septiembre, aunque, lógicamente, bastante menor que los de 47 dólares a los que todavía cotizaba seis meses atrás (Blinder 2014: 152).

b) Lehman Brothers presentó diferencias de interés, incluyendo el hecho de fue el único gran banco que desapareció, el 15 de septiembre, sin ser rescatado por los organismos federales ni absorbido por otra entidad. Como señalan Roubini y Mihm (2010 p. 180), “la quiebra de Lehman Brothers no fue tanto una causa de la crisis como un síntoma de su gravedad”. En primer término, era la entidad con mayor exposición al sector inmobiliario comercial a través de las titulizaciones de préstamos comerciales del tipo CMBS. Su exposición hipotecaria total a finales de 2007 era de 85 mil millones de dólares, siendo líder a escala mundial en el mercado de MBS, con una cuota del 10%, y con una relevancia destacada en el mercado de ABS, con una cuota del 7% a escala estadounidense. Aunque menor, también era relevante su cuota del 4,5% en el mercado de CDO (Fuente: Asset-Backed Alert). Esas posiciones convertían a Lehman Brothers en la entidad con mayor exposición a activos cuya negociación presentaba un menor grado de liquidez⁹⁵, a la vez que ejercía de contraparte de alrededor de un millón de contratos de derivados y era un gran demandante de financiación a través de operaciones repos.

Las primeras señales de alerta surgieron tras la quiebra de Bear Stearns cuando Lehman Brothers acudió al Primary Dealer Credit Facility (PDCF) para obtener financiación⁹⁶, lo que fue interpretado como una evidencia de que presentaba problemas de liquidez y así lo reflejó una subida de 300 pb de las primas de los CDS suscritos para obtener protección; en pocas semanas las primas subieron a 400 pb con un aumento de las apuestas en corto con CDS al descubierto que erosionaban más la confianza en sus condiciones financieras. Los detonantes finales fueron el anuncio de 2,8 mil millones de pérdidas durante el segundo trimestre (las primeras registradas desde que salió a bolsa en 1994), seguido de una drástica caída del precio de sus acciones en bolsa.

Las reacciones de pánico fueron inmediatas. Varias entidades redujeron o liquidaron su exposición con Lehman Brothers, los prestamistas a corto exigieron mayores colaterales como garantías o bien (Federates Inversors y Dreyfus) retiraron su financiación, fracasó el intento de atraer a nuevos inversores mediante una ampliación de capital y se hundió la cotización en bolsa. La agonía concluyó cuando, coincidiendo con el anuncio de una previsión de pérdidas que superaba a las anteriores, Fidelity y otros grandes fondos monetarios dejaron de financiar al banco. Según los precedentes de meses anteriores, el siguiente paso parecía ser la implementación de una operación de rescate con ayudas públicas y su posterior

⁹⁵ En 2008, la ratio activos negociables/totales era del 40% y entre esos activos el 60% computaban en el nivel 2 y casi el 20% en el nivel 3, compuestos en su mayoría por MBS y ABS y por derivados. De manera que sólo la quinta parte de los mismos tenían precios observables en mercados (FED New York 2011).

⁹⁶ Disponible en:

<http://fcic.law.stanford.edu/resource/index/Search.Videos:0/Search.Documents:1/Search.Interviews:0/Search.endmonth:02/Search.endyear:2016/Search.Footnotes:20.176>

compra por otra entidad. Las gestiones iniciales se encaminaron en esa dirección, pero el 15 de septiembre las autoridades federales (Reserva Federal y departamento del Tesoro) negaron tal rescate, lo que supuso la desaparición inmediata del banco (Roubini y Mihm 2010; Sorkin 2009).

Los motivos alegados por las autoridades fueron tres: a) la carencia de base legal para proceder a una inyección de liquidez de la magnitud que requería Lehman, b) la escasa probabilidad de que esa inyección de liquidez surtiera efectos positivos ante la envergadura de los problemas que arrastraba el banco y c) el fracaso de las gestiones en busca de un banco (Barclays, Bank of America) dispuesto a comprarle. También añadieron que los efectos derivados de esa quiebra no tendrían por qué ser intensos en la medida en que Lehman Brothers no actuaba como *prime bróker* de múltiples *hedge funds* y disponía de coberturas que podrían hacer frente al deterioro de sus activos tóxicos (Blinder 2014: 125). Esos argumentos fueron cuestionados a la luz de las actuaciones que antes y después de aquel momento emprendieron los organismos federales con los demás bancos de inversión. De hecho, fueron las propias autoridades las que consideraron la desaparición de Lehman Brothers como el detonante definitivo que justificaba el programa TARP, que se analiza en el siguiente capítulo.

c) Precisamente dos de las entidades más favorecidas por ese cambio de posición de los poderes públicos fueron Morgan Stanley y Goldman Sachs, cuyo proceso crítico se ajustaba al decálogo que antes habían seguido Bear Stearns, Merrill Lynch y Lehman Brothers.

Morgan Stanley era el mayor suscriptor principal (*bookrunner*) en el mercado de ABS basado en créditos *subprime*, por un valor de 23,6 mil millones de dólares que le proporcionaban una cuota de mercado del 12% en 2007 (Fuente: Asset-Backed Alert), con posiciones también destacadas en MBS y CDO, con cuotas en torno al 3-4%. Por su parte, Goldman Sachs distribuía su presencia en esos mercados de forma más proporcional: 27,5 mil millones en MBS y 23,7 mil millones, ostentando en ambos mercados cuotas en torno al 6%. El proceso de deterioro de ambos bancos entró en fase agónica en septiembre, a raíz de la crisis de Merrill Lynch y Lehman Brothers. De un lado, las primas de los contratos CDS suscritos se elevaron, a la vez que *hedge funds* importantes retiraron decenas de miles de millones en activos que ambos bancos mantenían en custodia, mostrando con ello un cambio radical de la situación ya que hasta entonces habían sido esos bancos quienes se preocupaban por sus inversiones en *hedge funds*. De otro lado, la necesidad de obtener mayor financiación se topó con las mayores exigencias de sus *repo clearers*, es decir, de los agentes que actuaban como compensadores entre las dos partes para asegurar sus respectivos derechos, entre los cuales los dos mayores eran JP Morgan Chase y BNY Mellon.

En primera instancia, esas dificultades fueron paliadas por la Reserva Federal con nuevas inyecciones de liquidez que aceptaban rebajar la calidad del colateral entregado como garantía, pretendiendo mantener a flote el mercado de repos. A través de los dos principales programas (PDCF y TSLF), a finales de septiembre Morgan Stanley captó financiación por 96 mil millones y Goldman Sachs por 31 mil millones. Sin embargo, esos programas no estaban diseñados para proveer financiación diaria mientras que los operadores repos no estaban dispuestos a aceptar colaterales de peor calidad y exigían mayores depósitos de esos colaterales para conceder financiación mediante la aplicación de mayores descuentos ⁹⁷.

Consecuentemente, las carteras de liquidez de ambos bancos se redujeron de forma acelerada como había ocurrido en los episodios críticos anteriores. Sólo en la tercera semana de septiembre, la de Morgan Stanley disminuyó desde 130 a 55 mil millones de dólares y la de Goldman Sachs de 120 a 57 mil millones. En el primer caso, la retirada de fondos de prestamistas repos superó los 30 mil millones, mientras que la de los *hedge funds* se elevó a 86 mil millones (FCIC 2010).

La situación se precipitaba hacia la quiebra cuando los dirigentes de ambas entidades optaron por solicitar su conversión en holding financiero con derecho a recibir ayudas directas de los organismos federales; no sólo las que ya entonces estaban disponibles sino otras por cuantías muy superiores que estaban preparando el departamento del Tesoro y la Reserva Federal. En apenas unos días los departamentos de Justicia y Tesoro solventaron todos los trámites legales y administrativos que se necesitaban para otorgaban dicho estatus a ambas entidades, poniendo fin a 140 y 70 años, respectivamente, de ejercer como bancos de inversión. A partir de ese momento, según se expone en el siguiente capítulo, ambas entidades participarían en el aluvión de ayudas públicas que hizo posible su supervivencia.

3.3. Rescates masivos para los grandes bancos comerciales

La secuencia seguida por Citigroup y Bank of America presentó evidentes similitudes con la expuesta para los dos últimos bancos de inversión, pero también algunas diferencias significativas en cuanto al mecanismo de rescate, mientras que en el caso de Wachovia su destino final fue distinto ya que culminó con su compra por Wells Fargo.

a) Citigroup era el mayor operador mundial en los mercados de instrumentos ABS, MBS, CMBS y CDO, con una cifra que en 2007 ascendía a 161 mil millones y una cuota del 7,5%, gracias sobre todo al sólido liderazgo que ostentaba en CDO, con una cifra

⁹⁷ El 18 de septiembre BNY Mellon exigió a Morgan Stanley 3 mil millones en colateral mientras que JP Morgan había requerido un depósito de 2,2 mil millones mientras estaba barrajando la opción de exigir otros 2,8 mil millones de dólares adicionales (FCIC 2011: 362).

de emisiones de casi 40 mil millones de dólares y una cuota de mercado cercana al 10%. Su posición era menos relevante en MBS con emisiones por valor de 22,4 mil millones y una cuota del 5% (Fuente: Asset-Backed Alert).

Su proceso crítico se acentuó en septiembre tras el sucesivo reconocimiento de pérdidas desde finales de 2007, concentradas sobre todo en el mercado de CDO, lo que generó crecientes problemas de liquidez, la paulatina caída de su cotización en bolsa y la subida de las primas en los contratos CDS. Sin embargo, su grave situación financiera no derivó en alternativas dramáticas como la desaparición o la absorción debido a las operaciones de rescate que llevaron a cabo los organismos federales. Además del acceso a múltiples líneas de préstamos y de grandes ayudas directas recibidas por el programa TARP, expuestas en el siguiente capítulo, Citigroup fue objeto de una operación de salvamento sumamente particular que después se aplicaría a varias entidades más. El gobierno garantizó más de 300 mil millones de dólares de su cartera de activos (con amplia presencia de tóxicos desvalorizados) mediante un acuerdo por el cual el banco asumiría los primeros 39,5 mil millones de pérdidas mientras que la FDIC, la FED y el Tesoro asumirían conjuntamente hasta el 90% de las pérdidas que se produjeran por encima de ese monto. Un acuerdo tan ventajoso y de tal magnitud que, como dijo John Reich, máximo responsable de la OTS, si se hubiera aplicado a las demás entidades en crisis hubiera evitado cualquier quiebra (Declaración de John M. Reich⁹⁸ recogida por FCIC 2011).

b) Bank of America tenía una relevancia inferior a la de Citigroup y otros grandes bancos en los mercados de instrumentos basados en hipotecas, con cuotas del 5,3% en el mercado de MBS y del 3,8% en el de CDO en 2007. Sin embargo, su posición cambió en 2008 tras la adquisición de dos entidades en quiebra, Countrywide Financial en enero y de Merrill Lynch en septiembre, convirtiéndose en el mayor banco de inversión a escala mundial, a la vez que se mantenía como el mayor banco comercial en Estados Unidos.

La compra de esas dos entidades se realizó a bajo precio, pero asumiendo el grave problema que suponía la elevada cuantía de activos de mala calidad que arrastraban en sus balances. De hecho, las pérdidas recurrentes de Merrill Lynch en los meses posteriores hicieron a su compra hicieron que diciembre los directivos de Bank of America propusieran reconsiderar las condiciones de su adquisición, alegando que su grado de deterioro superaba las previsiones. En aquel momento, las autoridades de la FED y el Tesoro rechazaron esa pretensión de renegociar las condiciones de la compra, pero semanas después aceptaron una considerable rebaja en el precio de compra de Merrill Lynch, justificada por la continua caída de su cotización en bolsa

⁹⁸ Disponible en:

<http://fcic.law.stanford.edu/resource/index/Search.Videos:0/Search.Documents:1/Search.Interviews:0/Search.endmonth:02/Search.endyear:2016/Search.Footnotes:20.176>

hasta el momento (1 de enero de 2009) en el que se consumó la fusión de las dos entidades.

A continuación, a mediados de enero, además de las múltiples inyecciones de liquidez y las ayudas recibidas del TARP, las autoridades pusieron en marcha un rescate similar al de Citigroup. La FED, el Tesoro y la FDIC garantizaban una cartera de activos de 118 mil millones de dólares, en parte compuesta por los tóxicos procedentes de Merrill Lynch. Bank of America se haría cargo de los primeros 10 mil millones de pérdidas y los tres organismos federales asumirían hasta el 90% de las posibles pérdidas siguientes.

c) Wachovia no corrió la misma suerte que los anteriores grandes bancos comerciales, rescatados por los poderes públicos, y su desaparición se convirtió en un exponente de la gravedad de las contradicciones creadas en aquel escenario de crisis. Se trataba del cuarto banco comercial, con una reducida participación en bonos MBS, pero con una presencia importante en el mercado de CDO ya que en 2007 ocupaba el quinto puesto a escala mundial con una cifra de 24 mil millones de dólares que le otorgaba una cuota de casi el 6% del mercado (Fuente: Asset-Backed Alert). En gran medida, su aparente fortaleza aparente era también su principal debilidad y procedía de la compra de Golden West, que había sido el mayor poseedor de hipotecas a tipo variable con opción de pago (ARM).

La previsión de pérdidas realizada en enero de 2008 para esa cartera de ARM era del 1%, pero su continua revisión hizo que en septiembre fuese del 22% (FCIC 2011). La constatación de ese proceso de pérdidas, unida a las que registraba el propio banco por los activos en CDO, aceleró el proceso de deterioro de Wachovia: en pocas semanas se produjo las retiradas de 15 mil millones de dólares de depósitos a la vez que el endurecimiento de sus prestamistas exigiendo mayores tipos de interés y acortando los plazos y las cuantías de los préstamos (FCIC 2011). Aunque la Reserva Federal autorizó que el banco pudiera usar sus depósitos garantizados para disponer de mayor liquidez, las dificultades siguieron acentuándose ya que los acreedores se negaron a refinanciar la deuda a corto plazo –lo que supuso una pérdida de 1,1 mil millones de dólares en un solo día por operaciones con papel comercial y repos– y los clientes retiraron depósitos por valor de casi 6 mil millones.

La expansión del pánico supuso que los acreedores exigieran que el banco garantizase el pago de casi la mitad de su deuda a largo plazo (alrededor de 50 mil millones de dólares), el valor de sus bonos a 10 años cayó en un solo día de 73 a 29 centavos de dólar y las primas por CDS pasaron de 570 a 1.400 puntos básicos. En esas condiciones, el banco quedó en situación de quiebra ante la expectativa de una próxima retirada de fondos estimada en 115 mil millones cuando tan sólo contaba con 17 mil millones de liquidez.

Las autoridades federales concluyeron que no existía ninguna forma de financiar un desajuste financiero de esa magnitud y que la única opción era la compra del banco por otra entidad. Dos candidatos habían expresado interés en esa adquisición: Wells Fargo y Citigroup, siempre condicionada a la intervención de la FDIC, de la cual dependían tanto Wachovia como los dos posibles compradores. Esa intervención suponía aplicar por primera vez desde 1991 la “excepción de riesgo sistémico”, que otorgaba a la FDIC la posibilidad de proteger a los acreedores sin garantía (los fondos mutuales poseían 66 mil millones en títulos de deuda del banco y los antiguos bancos de inversión otros 39 mil millones (FCIC 2011)). Tanto la FED como el Tesoro apoyaron esa intervención de rescate con fondos públicos, de manera que el Tesoro (uno de cuyos altos cargos había sido el CEO de Wachovia) financiaría las pérdidas que arrastraba el banco como premisa para que se produjese su compra. Tras esa decisión, las negociaciones parecían encaminarse a favor de la oferta realizada por Citigroup, pero de forma súbita el 2 de octubre Wells Fargo hizo otra (7 dólares por acción) que multiplicaba por siete la de su rival y no exigía la aportación de fondos públicos, lo cual era una mejor opción para la FDIC⁹⁹.

3.4. Rescates de otras grandes entidades y mercados

Otros tres tipos de grandes entidades distintas a los bancos también sobrevivieron a la situación de quiebra merced a los programas de rescate de los poderes públicos. Hubo muchas otras, pero esas tres destacaron por su gran importancia y por sus características, distintas entre sí, ya que se trata de las dos grandes agencias esponsorizadas (Freddie Mac y Fannie Mae), la mayor compañía de seguros (AIG) y los fondos de mercados monetarios. En contraposición, se expone también el caso significativo (junto a Lehman Brothers) de otra gran entidad a la que no se brindó dicho rescate, Washington Mutual, tratándose de la mayor caja de depósito del país.

a) Fannie Mae y Freddie Mac eran las dos mayores agencias esponsorizadas por el gobierno (GSE). Se suponía que sus vínculos con la Reserva Federal y con el departamento del Tesoro garantizaban el control público de sus actividades hipotecarias. No siendo prestamistas en origen, se ocupaban tanto de comprar préstamos hipotecarios en el mercado secundario como de garantizar dichos préstamos (a cambio de una comisión) que debían ser de calidad media y alta, para después titularlos como bonos MBS y colocarlos a inversores privados, actuando esas agencias como garantes de los pagos del principal y de los intereses. Por ese motivo, el grado de incumplimiento de los préstamos siempre era inferior al registrado por los bonos de las agencias privadas.

⁹⁹ La oferta de Wells Fargo pudo estar relacionada con el cambio fiscal aprobado dos días antes por el *Internal Revenue System* (IRS), que permitía a una empresa compradora dar de baja inmediatamente en el balance las pérdidas incurridas por la compañía adquirida, en lugar de arrastrarlas durante años. De ese modo, Wells Fargo obtuvo una reducción del ingreso imponible de 3 mil millones en el año en lugar de mil millones anuales durante un trienio (FCIC 2011: 370).

Sin embargo, durante los años del boom inmobiliario esas agencias comenzaron a garantizar y a realizar inversiones en MBS basados en préstamos *subprime* y Alt-A, así como a elevar su apalancamiento a niveles hasta entonces desconocidos, ante la inhibición de los controles públicos (FCIC 2011; Blinder 2014). Aunque la máxima proporción de compras de bonos de peor calidad la alcanzaron en 2004, llegando a significar la tercera parte del total, su importancia relativa siguió siendo alta en los años siguientes. Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, seguido de la caída de los precios de los bonos, los dirigentes de las agencias siguieron comprando MBS porque suponían que era una gran oportunidad para obtener beneficios y deshacerse de sus competidores, viéndose además estimulados por una norma administrativa les autorizó a elevar más (en 8 mil millones de dólares) las compras y garantías de esos instrumentos, justificada con el propósito de aumentar la liquidez del mercado. Así, en aquel otoño de 2007 las dos GSE detentaban y garantizaban un total de 5,3 billones de dólares en préstamos hipotecarios, una cifra que sólo respaldaban en un 2% con su capital. Blinder (2014: 116) estima que la ratio de su apalancamiento a finales de año era de ratio de 75:1, con lo que cualquier leve variación en el valor de esos activos derivaría en graves pérdidas para las agencias.

Las primeras pérdidas reconocidas en el tercer trimestre de 2007 (1,5 y 2,5 mil millones, respectivamente para Fannie y Freddie) fueron seguidas de otras mayores en los trimestres sucesivos. Paralelamente, el deterioro de su situación financiera se extendió: rápido descenso de sus cotizaciones en bolsa y aumento de las primas de los contratos CDS. En junio de 2008 para asegurar 10 millones de deuda, la prima habitual se multiplicó por cinco hasta 66 mil dólares; aumentó también el *spread* de sus bonos a largo plazo sobre los bonos del Tesoro, lo que generó mayores dificultades para financiarse a corto plazo con repos.

En una primera intervención, el Congreso aprobó en julio una ley *Housing and Economic Recovery Act* que autorizaba a la Reserva Federal a extender sus líneas de crédito a las GSE, a comprarles bonos MBS y a inyectarles capital. A la vez, cambió el organismo supervisor de esas agencias, de la OFHEO a la FHFA, a la que otorgó la posibilidad de colocar a dichas agencias bajo la tutela directa del gobierno. Esa decisión supondría la nacionalización de ambas agencias, un hecho inédito en el panorama ideológico y político estadounidense. No obstante, el proceso agónico de las agencias se acentuó durante el verano hasta que, considerando que se encontraban en situación de quiebra, el 7 de septiembre la FHFA colocó ambas entidades bajo su tutela directa, estimando que su rescate ascendería a 140 mil millones de dólares, para evitar el contagio que acarrearía su desaparición hacia el mercado de titulizaciones y hacia sus múltiples contrapartes. El plan final de la FHFA era inyectar capital a ambas agencias, mediante un plan de compra de acciones preferentes senior por valor de 200 mil millones de dólares, la concesión de grandes

préstamos a corto plazo y la compra de los MBS emitidos por ellas que estaban en posesión de inversores privados.

b) Un segundo episodio crítico de grandes dimensiones fue el American International Group (AIG), la primera compañía de seguros de Estados Unidos y a escala mundial. Dedicada a las diferentes ramas de seguros, a partir de 2004 encontró una nueva línea de negocio en los contratos CDS por los que, a cambio de cobrar una prima periódica, comprometía su protección a los poseedores de préstamos, bonos y productos estructurados basados en hipotecas. Durante años parecía ser un negocio seguro y estable ya que la oleada de emisiones de esos instrumentos parecía inagotable y (con primas bajas) la ingente cantidad de demandantes de protección generaban ingresos cada vez más elevados. Cuando los mercados de MBS y CDO comenzaron a presentar mayor inestabilidad, con más razón muchos bonistas desearon suscribir contratos de protección, entre ellos los apostadores al desnudo que comenzaron a participar masivamente en el mercado de CDS sin disponer de los activos a proteger.

De ese modo, AIG acumuló un enorme volumen de protección tanto sobre bonos ABS y MBS basados en préstamos de alta y media calidad como, cada vez más, sobre *subprime*, además de una gran cantidad de CDO en sus distintas variedades (Vilariño 2011ab; FCIC 2011; Masood 2009). Una proporción creciente de sus contrapartes en esos contratos eran cinco grandes bancos, sobre todo Goldman Sachs con quien había suscrito contratos por un valor nominal de 20 mil millones de dólares.

Las dificultades afloradas en 2006 tras los primeros problemas hipotecarios se ampliaron desde el verano de 2007 con el inicio del descenso de los precios de los CDO y el derrumbe del mercado de MBS, de modo que AIG tuvo que hacer frente a un número creciente de incumplimientos de pagos para los que había comprometido su protección. Las pérdidas fueron en aumento y en pocas semanas precipitaron los rasgos característicos de todo proceso agónico: las contrapartes de los contratos exigieron garantías de que AIG disponía de recursos para afrontar sus obligaciones, los activos protegidos se desvalorizaban, la cotización en bolsa se derrumbaba, las condiciones de financiación empeoraban y los problemas de liquidez se hacían mayores¹⁰⁰. El punto final lo pusieron en septiembre las agencias de rating cuando al día siguiente de la quiebra de Lehman Brothers rebajaron entre dos y tres grados la calificación de AIG, cuestionando directamente el valor real de los 79 mil millones de dólares en CDS sobre tramos AAA de CDO que había vendido AIG. Esa decisión condenó al fracaso el intento del gobierno para crear un sindicato

¹⁰⁰ Un documento interno de la FED, del 12 septiembre, señalaba que AIG habían sufrido pérdidas de 26,5 mil millones relacionadas con la cartera de CDS. Disponible en: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2008-08-14_Federal_Reserve_Bank_AIG_Summary_of_Drivers_of_Potential_Earnings_Capital_and_Liquidity_Issues.pdf

de bancos (con Goldman Sachs y J.M Morgan Chase) que aportase liquidez a AIG por valor de 75 mil millones de dólares. Quedó al descubierto la gravedad de los riesgos contraídos en los años precedentes: AIG disponía de una abultada y compleja cartera de derivados OTC con contratos por un valor nominal de 2,7 billones, de los cuales un billón estaba concentrado en 12 grandes contrapartes grandes.

El total de sus activos era de mil millones, pero la precariedad de su liquidez aquel día fatídico le impedía refinanciar 1,4 mil millones de papel comercial emitido y, menos aún, los 3,2 mil millones que vencían la siguiente semana, de los 20 mil millones que había puesto en circulación. Igualmente, las exigencias de las contrapartes de las operaciones repos iban en aumento y se pronosticaban nuevas rebajas en los ratings de sus títulos. Su principal contraparte, Goldman Sachs emitió un informe¹⁰¹ exponiendo la situación de extrema fragilidad en la que se encontraba AIG. El rescate se inició el 16 de septiembre con una inyección de 85 mil millones por parte de la Reserva Federal, en una operación que suponía la nacionalización de AIG puesto que implicaba la compra del 80% de su capital. Las aportaciones posteriores elevarían la cifra del rescate a 185 mil millones de dólares de dinero público (Blinder, 2014). Una decisión que avivó más el debate sobre el riesgo moral y la discrecionalidad con la que el gobierno decidía los rescates.

De un lado, el principal argumento para llevar a cabo esa enorme aportación de fondos públicos era la monumental repercusión que tendría la desaparición de AIG por su tamaño (el doble que Lehman Brothers) y su interconexión. De otro lado, el principal argumento contra la decisión del gobierno era que dicho salvamento estimulaba la asunción de riesgos excesivos, sobre todo por parte de los grandes bancos, ya que con esos fondos públicos a quien finalmente se salvaba era a Goldman Sachs y a las demás grandes entidades que eran las contrapartes de AIG. Un hecho a favor de esa interpretación fue que las autoridades federales no forzaran una negociación con esas contrapartes para que rebajasen sus pretensiones de cobro la totalidad de sus derechos frente a AIG, cuando la desaparición de esta habría anulado por completo el valor de sus contratos. Sin esa negociación, Goldman Sachs y los demás bancos recibieron la totalidad de los contratos suscritos (Blinder 2014; FCIC 2011).

c) El tercer episodio crítico en el que la situación de quiebra fue solventada con el rescate con dinero público fue el referido a los fondos de los mercados monetarios (*money market funds*). Estos fondos se dedican a la compra de instrumentos negociados en el mercado de dinero, principalmente papel comercial, que emiten las entidades financieras y las empresas no financieras (con o sin garantías) para financiar su actividad de corto plazo. Por sus características, se consideraba que las

¹⁰¹ Goldman Sachs report on AIG citado por la FCIC (2011) disponible en: <https://fcic.law.stanford.edu/resource/index/Search.keywords:Goldman%20sachs%20report%20on%20AIG/Search.Videos:1/Search.Documents:1/Search.endmonth:10/Search.endyear:2016>

operaciones en esos mercados eran tan seguras como un depósito bancario, pero con retornos más atractivos, por lo que no cabía pensar que esos fondos no pudieran devolver a sus inversores al menos el 100% del capital desembolsado (Blinder 2014; FCIC 2011).

Sin embargo, esa consideración se tambaleó cuando Reserve Primary Fund, el mayor fondo monetario del mundo, estrechamente vinculado a Lehman Brothers, tras la quiebra de este banco anunció la imposibilidad de devolver a sus inversores la totalidad de su capital. Las pérdidas registradas equivalían al 3% de sus recursos, pero ponían en cuestión el principio de garantía total. El hecho de que, a continuación, otros fondos (Evergreen Investments, Institucional Cash Reserves, Dreyfus) también sufrieran pérdidas desató el pánico y en sólo una semana se registró la retirada de 350 mil millones de dólares de inversiones. Habitualmente, esos fondos disponían de recursos valorados en 4 billones de dólares y en aquel momento acumulaban 3,4 billones de instrumentos monetarios pendientes de pagos, de modo que esa retirada suponía una amenaza de colapso para el mercado de títulos comerciales a corto plazo, desplazándose la mayoría de los inversores hacia la compra de deuda pública.

Las autoridades federales consideraron que dicho mercado era vital para el conjunto de la economía y emprendieron su rescate mediante tres tipos de intervenciones urgentes con las que garantizar el funcionamiento de dicho mercado (FCIC, 2011; Blinder, 2014). En primer lugar, el Tesoro invocó una vieja norma establecida para defender la cotización del dólar y la utilizó para crear un fondo con 50 mil millones de dólares, *Exchange Stabilization Fund*, con el que garantizar los efectos comerciales en circulación. En segundo lugar, la Reserva Federal creó otro fondo, *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund* (AMLF), con el que conceder crédito a los bancos que compraran efectos comerciales, de modo que si esos efectos generasen ganancias serías para los bancos mientras que si hubiera pérdidas serían asumidas por la FED. En tercer lugar, la misma FED creó otra línea de crédito, *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), con la que garantizó la totalidad de las nuevas emisiones de efectos comerciales que realizasen las grandes empresas y los bancos. El resultado de tanta generosidad crediticia garantizada fue la institucionalización de una red de plena seguridad financiera con la que los organismos federales restauraron el funcionamiento normalizado de los fondos de mercados monetarios.

d) Por último, el cuarto episodio tuvo un desenlace radicalmente distinto a los tres anteriores, a pesar de que Washington Mutual era la mayor Savings & Loan del país. Durante los años de la burbuja inmobiliaria se había convertido en un gran prestamista de hipotecas de alto riesgo, concediendo préstamos ARM y otros *subprime* que le proporcionaron grandes ingresos. Pero a la vez esa actividad derivó en una fuerte concentración de sus activos en torno a esos préstamos por un valor

que en 2007 ascendía a 60 mil millones en 2007, además de otros 35 mil millones en bonos MBS, ocupando el tercer y quinto puesto, respectivamente, entre los grandes operadores de ambos mercados (Fuente: Asset-Backed Alert).

Desde mediados de 2007, cada trimestre Washington Mutual fue anunciando sucesivas pérdidas por encima de los mil millones de dólares. Cifras que aumentaron en la coyuntura crítica creada a mediados de septiembre, dando lugar a la rebaja de la calificación de su deuda senior garantizada y a la desbanda de sus depositantes, que retiraron 16,7 mil millones durante la siguiente semana (FCIC, 2011). En esas condiciones, la entidad quedó condenada a la quiebra y el 25 de septiembre fue colocada bajo el control federal de la FDIC, convirtiéndose en la mayor Savings & Loan quebrada, por encima de los desastres sucedidos con esas entidades entre finales de los años ochenta y primeros noventa. Los dirigentes de la FDIC se negaron a efectuar un rescate con fondos públicos y solo garantizaron los depósitos, con lo que desplazaron hacia los acreedores de Washington Mutual la asunción de las pérdidas. Aquel mismo día JP Morgan Chase adquirió por 1,9 mil millones de dólares la parte de Washington Mutual dedicada a las operaciones bancarias (la caja de depósitos) mientras que la matriz se declaró en quiebra y desapareció.

4. RESULTADO 9. UNA CRISIS ENDÓGENA Y SISTÉMICA.

El análisis revela que tras la eliminación de la noma que separaba la actividad de banca comercial y de banca de inversión, y de las demás modificaciones del marco institucional y de la dinámica económica, la fortísima expansión de los mercados de préstamos hipotecarios, bonos titulizados, productos estructurados y derivados basados en aquellos préstamos significó:

1. Una acumulación de riesgos que fragilizaba los balances de un número creciente de los bancos y otras entidades que operaban en esos mercados en la medida en que la revalorización de sus activos a través de operaciones con MBS, CDO y CDS estimulaban su creciente apalancamiento con un elevado nivel de endeudamiento.
2. La acumulación de riesgos se exacerbaba por el hecho de que los bancos y demás entidades operaban en mercados cuyos activos (hipotecarios) eran de largo plazo, pero se financiaban a corto plazo mediante efectos comerciales y repos.
3. La acumulación de los riesgos se exacerbaba también por las interconexiones entre los balances de las entidades que operaban en aquellos mercados de bonos, productos estructurados y derivados que se basaban en préstamos hipotecarios, cada vez más de baja o nula calidad crediticia.
4. La acumulación de riesgos se concentró cada vez más en el núcleo dominante de Wall Street, compuesto por los grandes bancos y otras grandes entidades, debido al gran volumen de sus operaciones en esos mercados y a la interconexión que establecían.

5. Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, la continua expansión de los mercados MBS-CDO-CDS hizo que la acumulación y la concentración de riesgos alcanzasen una masa crítica de dificultades financieras que desencadenaron la crisis sistémica del sistema financiero estadounidense.
6. Los sucesivos y crecientes problemas de liquidez que fueron aflorando en los grandes bancos y otras entidades eran la manifestación superficial de las condiciones estructurales de insolvencia en las que se encontraban esas entidades.

Por tanto, el análisis proporciona como resultado que las modificaciones sustanciales provocadas durante el apogeo de la banca de inversión *determinaron simultáneamente el desarrollo de los factores de fragilidad estructural que condujeron a la quiebra de esos mercados y del núcleo dominante de Wall Street y provocaron una crisis sistémica.*

La secuencia de la crisis sistémica presentó en tres fases:

- La situación creada en el verano de 2007 marcó el punto de no retorno en el encadenamiento de episodios críticos.
- Los episodios críticos se precipitaron de forma agónica desde la primavera de 2008.
- El proceso agónico condujo a la situación de quiebra generalizada del sistema financiero en el mes de septiembre.

Por consiguiente, aquella sucesión de hechos desmentía de forma categórica los supuestos convencionales basados en que las entidades financieras serían capaces de garantizar un funcionamiento auto-regulado y eficiente, de manera que:

- Los mercados se mantendrían líquidos de forma estable
- Los instrumentos sin mercado se podrían valorar de manera adecuada
- Era imposible que se produjesen una crisis generalizada.

Una vez que estalló la crisis sistémica, la intervención de los poderes públicos fue decisiva para evitar que la situación de quiebra generalizada derivase en la desaparición del sistema financiero.

Después de permitir e incluso de favorecer el dominio de los componentes institucionales de carácter informal y tras permanecer impasibles durante el desarrollo de la crisis, los organismos federales (Tesoro, FED, FDIC y otros) cambiaron de forma radical su posición a mediados de septiembre de 2008, poniendo bajo su control a la totalidad del sistema financiero, de modo que:

- Destinaron volúmenes ingentes de dinero público para rescatar a los grandes bancos y otras entidades (GSE, AIG, FMM).
- Utilizaron una variada gama de instrumentos de rescate: aportaciones de capital, nacionalizaciones, préstamos ventajosos y operativas para liberar a esas entidades de sus activos tóxicos, mediante la compra directa de esos activos, la permuta por deuda pública o la financiación de quienes comprasen esos activos (TALF).
- Garantizaron la totalidad de los efectos comerciales en circulación (CPFF) y financiaron la compra de esos efectos asumiendo las pérdidas (AMLF).
- Garantizaron la totalidad de las nuevas emisiones de efectos comerciales realizadas por todo tipo de empresas, así como de cualquier otro título de deuda emitido por las entidades financieras (TLGP).

EPÍLOGO: TRAS LOS RESCATES: UN PODER FINANCIERO MAYOR Y MÁS CONCENTRADO

Este breve capítulo final toma la forma de epílogo en la medida en que el planteamiento inicial de la tesis doctoral no establecía ningún tipo de hipótesis acerca de los sucesos posteriores a la crisis sistémica, puesto que desde ese momento la evolución del sistema financiero estuvo determinada por la actuación discrecional del Estado. Sin embargo, no parecería lógico que esta tesis centrada en el análisis de la actividad de banca de inversión ignorase esa evolución pos-2008 atendiendo a tres razones principales de las que se ocupa este epílogo.

En primer lugar, la decisiva intervención estatal adquirió dos variantes principales: una de corto plazo, mediante la aportación de grandes recursos financieros destinados a una urgente operación de salvamento de los bancos y demás grandes entidades implicadas en la crisis sistémica; y la otra de medio-largo plazo, mediante la utilización perseverante de una política monetaria netamente heterodoxa a cargo de la Reserva Federal.

En segundo lugar, esa actuación estatal evitó que la crisis sistémica derivase en el hundimiento y la desaparición del sistema financiero, pero no dio lugar a la modificación sustancial del marco institucional, como inicialmente parecía que podía ocurrir. El clímax de la crisis, en septiembre de 2008, coincidió con el tramo final de la campaña electoral por la presidencia, donde Barack Obama, el candidato demócrata que finalmente resultó vencedor, prometió de forma reiterada el establecimiento de un nuevo marco normativo para regular la actividad financiera. Sin embargo, al cabo de año y medio de mandato presidencial, la reforma que se aprobó, la ley *Dodd-Frank*, estuvo lejos de incorporar los cambios que exigía la modificación sustancial del marco institucional.

En tercer lugar, el núcleo de grandes bancos que sobrevivió a la crisis adquirió un poder financiero aún mayor que el que anteriormente poseía. De un lado, ese núcleo se hizo aún más reducido, tras la desaparición de algunos competidores (Lehman Brothers, Countrywide) y la adquisición de otros quebrados (Bear Stearns, Merrill Lynch, Washington Mutual, Wachovia). De otro lado, ese núcleo de poder logró que las grandes ayudas estatales recibidas estuvieran condicionadas a la realización de determinadas actividades y después logró que la reforma sometida a debate concluyese con el establecimiento de normas reguladoras que limitase su absoluto control sobre los mercados financieros. De otro lado, a partir de 2010-2011 esos bancos volvieron a obtener grandes beneficios y reforzaron el valor de su capital y de sus activos.

1. SALVAMENTO URGENTE Y APOYO PERSISTENTE DE LOS PODERES PÚBLICOS

Como se ha explicado en el capítulo anterior, desde 2007 la Reserva Federal y el departamento del Tesoro fueron implementando sucesivos programas destinados a inyectar liquidez cuantiosa y rápida a los bancos. Ciertamente, esos programas no tuvieron capacidad de incidir en los problemas estructurales que afectaban al sistema financiero y, por tanto, no modificaron el curso de la crisis sistémica; sin embargo, la magnitud de recursos aportados por esos programas y la continuidad de varios de ellos después de 2008¹⁰², fueron la primera modalidad de salvamento que utilizaron los organismos federales.

El programa Primary Dealer Credit Facility¹⁰³ (PDCF) fue establecido por la FED en marzo de 2008 para superar el colapso en el que se encontraba el mercado repo que hacía imposible que las principales entidades de banca de inversión (*primary dealers*) se pudieran financiar en los mercados. Mediante ese programa, esas entidades (que nunca habían sido supervisadas por la FED) obtenían préstamos colateralizados overnight, similares al “*discount window*” de la banca comercial a cambio de colateral elegible por la Reserva Federal, inicialmente restringido a colateral títulos en grado de inversión (con ratings por encima de BBB). Hasta su finalización en febrero de 2010, según datos publicados por la FED, había desembolsado 8,9 billones de dólares para un total de 20 entidades, de los cuales 7 billones fueron a parar a cuatro: Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley y Bear Stearns); De ese modo, se había convertido en el programa más importante de inyección de liquidez, con la ventaja adicional de que, ante la incapacidad de algunas entidades para cumplir con este requisito, la FED expandió el tipo de colateral, aceptando instrumentos similares a los aceptados en el mercado repo.

El programa Treasury Securities Lending Facility¹⁰⁴ (TSLF) también fue aprobado en marzo de 2008 para otorgar préstamos a bancos de inversión y otros *primary dealers*, que tenían problemas para obtener financiación a corto plazo, aceptando como colateral títulos MBS con rating AAA. El programa consistía en que *los primary dealers* recibían prestados títulos de tesoro a través de poner como garantía otros

¹⁰² Cabe recordar que entre diciembre de 2007 y marzo de 2008 se implementó Term Auction Facility (TAF) para otorgar préstamos de emergencia (de uno a tres meses) a la banca comercial, concedidos mediante subastas hasta agotar la totalidad de los recursos asignados. Durante los meses de vigencia, TAF concedió préstamos garantizados por un valor de 3,8 billones de dólares.

¹⁰³ Véase Board of Governors of the Federal Reserve System:
https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

¹⁰⁴ Véase Board of Governors of the Federal Reserve System:
https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

activos elegibles (títulos AAA de MBS que no hubieran sido puestos en revisión para ser rebajados, además de todo aquel colateral admitido en el mercado repo). El total desembolsado superó los 2 billones de dólares y fue concedido a veinte grandes bancos entre los que se encontraban Citigroup, Lehman Brothers, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley y otros estadounidenses, junto con Deutsche Bank, Credit Suisse UBS y otros extranjeros.

El programa Commercial Paper Funding Facility¹⁰⁵ (CPFF) se implementó para rescatar al mercado del papel comercial a través de la compra directa de ese tipo de instrumentos monetarios por parte de la FED (a través de una entidad específica, LLC) a las empresas emisoras. El programa entró en vigor en octubre de 2008 y se cerró en agosto de 2010 cuando llegó a su vencimiento todo el papel comercial comprado por LLC. Durante este tiempo, el valor de las compras realizadas por la FED ascendió a 738 mil millones de dólares, adquiridas sobre todo a vehículos y filiales pertenecientes a los grandes bancos (Bank of America, Citigroup, Merrill Lynch), incluyendo a varios extranjeros (UBS, Barclays) y a otras grandes entidades como AIG o General Electric.

Previamente al CPFF, para afrontar la situación del mercado de instrumentos monetarios, el departamento del Tesoro invocó una vieja norma establecida para defender la cotización del dólar y creó el Exchange Stabilization Fund, dotado con 50 mil millones de dólares para garantizar los efectos comerciales en circulación, mientras que la Reserva Federal había creado el Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund (AMLF) para conceder préstamos a los bancos que compraran efectos comerciales; si esos efectos generaban ganancias serían para los bancos mientras que si generasen pérdidas serían asumidas por la FED.

Finalmente, otras tres actuaciones destacables fueron las líneas FX Swaps de divisas, el TALF y el TLGP. Las primeras fueron diseñadas para ofrecer liquidez a las entidades que necesitaran divisas, para lo cual la FED permutó paquetes de divisas con distintos bancos centrales a nivel mundial, vendiendo dólares a cambio de una determinada cantidad de divisa extranjera. Aunque finalmente no fue necesario activar esas líneas, la FED contaba con 30 mil millones en libras esterlinas, 80 mil millones en euros, 10 billones en yenes y 40 mil millones en francos suizos¹⁰⁶.

A su vez, según los datos de FRB, a través del Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) se concedieron préstamos por un total de 71 mil millones de dólares a más de 2.000 entidades inversoras en ABS, destinados en su mayor parte a fondos

¹⁰⁵ Véase Board of Governors of the Federal Reserve System:
https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm

¹⁰⁶ Véase Board of Governors of the Federal Reserve System:
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm

de inversión (California Public Employee Investment Fund), fondos creados por bancos (Morgan Stanley, Santander) y *hedge funds* (Front Point, Magnetar, PIMCO, Oppenheimer, Black Rock). Fueron préstamos sin recurso (*non-recourse loans*), es decir préstamos con colateral (por lo general inmuebles) donde el prestamista, la FED en este caso, no puede requerir más que el valor de ese colateral en caso de default, incluso si dicho valor no cubre la totalidad del préstamo concedido, lo cual suponía que la FED asumiría las potenciales pérdidas correspondientes.

Igualmente, mediante el Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP), a cambio de una modesta tarifa, la FDIC proporcionaba una garantía absoluta para las nuevas emisiones de cualquier título de deuda lanzado a los mercados por las instituciones financieras y por empresas no financieras, incluyendo los pagarés de empresas y otros efectos comerciales. En apenas unos meses, hasta mayo de 2009, llegó a cubrir con garantías 350 mil millones de dólares, de manera que sobre todo los bancos pudieron emitir bonos (garantizados) para retirar títulos de emisiones anteriores que tenían dificultades para ser negociados por carecer de esa garantía.

Por tanto, el conjunto del sistema financiero quedó bajo protección del Estado, mediante la provisión masiva de liquidez en condiciones ventajosas y las garantías ofrecidas para la práctica totalidad de los activos financieros en circulación y las nuevas emisiones. Esa protección quedó definitivamente reforzada por dos intervenciones aún más decisivas: el *Troubled Asset Relief Program* (TARP) y la *Quantitative Easing* practicada por la Reserva Federal.

1.1. Rescate masivo: TARP y HERA

Desde la primavera de 2008, en el interior de los organismos federales comenzaron a debatirse distintas posibilidades de llevar a cabo intervenciones de mayor envergadura para defender al sistema financiero. Las distintas opciones podían sintetizarse en torno a dos modalidades: la compra de activos tóxicos, que era la posición mejor valorada en el departamento del Tesoro y la aportación de capital mediante la compra de acciones preferentes, que era la posición mejor valorada en la Reserva Federal (Blinder 2014; Swagel 2009).

En el primer caso, los desembolsos efectivos para comprar activos tóxicos tendrían que ser muy elevados ya que deberían adquirirse al valor nominal o valor contable que figuraba en los balances de los bancos, a pesar de que el valor real de dichos activos se había depreciado seriamente y sin que fuera posible estimar ese valor real en unos mercados bajistas y fuertemente deprimidos. A la vez, interviniendo del lado comprador en el mercado de préstamos hipotecarios y de bonos MBS se trataría de elevar los precios de esos activos para que disminuyera el diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*) y se elevara el valor real de los activos.

En el segundo caso, la inyección directa de capital a través de compra de acciones aportaría nuevos recursos propios a los bancos con los que podrían otorgar (en teoría) nuevos préstamos. Sin embargo, como los activos contabilizados en los balances estaban sobrevalorados, el apalancamiento real de los bancos era bastante mayor que lo que se desprendía de esos balances debido a que los bancos estaban probablemente descapitalizados en valor de mercado. Por tanto, el nuevo capital aportado disminuiría de hecho el nivel real de apalancamiento (porque lo más probable era que los bancos lo usaran para recapitalizarse, es decir para recomponer el valor mermado de los activos) y no parecía creíble esperar que los bancos fueran a utilizar esos recursos para aumentar la concesión de préstamos a la economía en el entorno depresivo que se estaba configurando.

Por consiguiente, ambas modalidades de apoyo estatal presentaban dificultades para cumplir con los objetivos de saneamiento financiero, lo cual aconsejaba que su posible implementación se llevase a cabo de manera prudente y bien programada. Sin embargo, cuando a mediados de septiembre el clímax de la crisis hizo que las autoridades federales cambiaran drásticamente su actitud anterior, pudo comprobarse que no disponían de ningún plan elaborado, ni de medidas cautelares para ejecutar una intervención urgente de salvamento. Al contrario, mostraron que únicamente tenían claro que la aportación de recursos públicos debería ser cuantiosa y urgente. Esos eran los dos únicos criterios del breve escrito que, como *Troubled Asset Relief Program*, el departamento del Tesoro presentó al Congreso para que este autorizase la creación inmediata de un fondo de 700 mil millones de dólares. Esos recursos serían gestionados de forma discrecional por dicho departamento y su actuación no estaría sometida a posteriores responsabilidades judiciales, a pesar de que la propuesta no recogía criterios concretos sobre la adjudicación de dichos recursos.

Tras el rechazo parlamentario que suscitó la propuesta y cuando sólo faltaban dos meses para que concluyera su mandato, la Administración Bush desplegó intensas negociaciones con distintos grupos de congresistas (Stiglitz 2010) para conseguir que el 3 de octubre el Congreso aprobase una segunda versión del TARP, presentada también por el departamento del Tesoro y en que incluía unas breves concreciones sobre la utilización de los recursos. La versión aprobada optaba por destinar los recursos a la compra de activos tóxicos y al alivio de la situación de las familias afectadas por las masivas ejecuciones hipotecarias (desahucios).

Sin embargo, sólo unos días después de su aprobación, los dirigentes del departamento del Tesoro decidieron de forma unilateral cambiar por completo el objetivo del TARP: los 700 mil millones aprobados por el Congreso serían utilizados para inyectar directamente capital, por considerar que era la opción más fácil, rápida y eficaz (Blinder 2014; Swagel 2009; Sorkin 2009). Como se expone más

adelante, la compra de activos tóxicos sería emprendida por la FED mediante otros procedimientos.

Del monto de 700 mil millones de dólares autorizado por el Congreso, finalmente el departamento del Tesoro desembolsó 432,5 mil millones destinados al rescate de 961 receptores, si bien la mayor parte se concentró en un reducido número de grandes entidades. Casi la mitad de esa cifra (205 mil millones) se vehiculó a través del *Capital Purchase Program*, dentro del cual más de la mitad de los recursos (120 mil millones) se destinaron a seis grandes bancos: Bank of America, Citigroup, J.P. Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley (Fuentes: ProPublica; BoG FRB). Tal aluvión de recursos se produjo tras una reunión de las autoridades federales con los CEOs de esos bancos el 13 de octubre, un día después de que Paulson anunciara el cambio del propósito original del TARP. Una decisión que confirmó ante la opinión pública que se trataba de un programa diseñado para conceder dinero público a Wall Street.

Adicionalmente, Bank of America y Citigroup obtuvieron otros 40 mil millones a través del *Targeted Investment Program*, absorbiendo otro 9% de los recursos del TARP; mientras que otros 33 mil millones fueron destinados a entidades subsidiarias de los grandes bancos y a otros inversores. Por su parte, la aseguradora AIG obtuvo un total de 67,8 mil millones del programa *Systemically Significant Failing Institutions*, convirtiéndose en el mayor receptor de fondos del TARP. Finalmente, otro gran receptor fue la industria del automóvil a través del *Automotive Industry Financing Program*, que recibió 79,3 mil millones de los que la mayor parte fueron a General Motors y Chrysler y que, finalmente, solo en parte devolvieron.

Por tanto, en primer lugar, atendiendo a la distribución de los recursos desembolsados, el 72% del TARP se destinó al rescate de entidades financieras; la mayor parte se concentró en los seis grandes bancos y en AIG (tabla 7.1). El resto se destinó a otras entidades y la mayor parte se concentró en la industria de automoción.

El segundo rasgo a destacar se refiere a las condiciones bajo las que se concedieron esas grandes ayudas públicas. De un lado, las autoridades no impusieron ningún tipo de condicionalidad sobre la dedicación de los recursos ni sobre la continuidad de los directivos u otros requisitos exigidos a los receptores. De otro lado, además del gran volumen y la urgencia con la que se aportaron los recursos, las autoridades dieron las máximas facilidades financieras para su devolución.

De tal manera que, el hecho de que posteriormente la mayoría de las ayudas fueran devueltas y que generasen un beneficio de alrededor del 11% sobre el desembolso inicial para el Estado (Blinder 2014; ProPublica) – en forma de dividendos, intereses, warrants y otros ingresos– difícilmente puede valorarse como que el

TARP fue un “buen negocio” para las arcas públicas. Desde cualquier perspectiva financiera que se considere, tanto el TARP como las demás inyecciones de liquidez y la cobertura de garantías casi absoluta para todos los instrumentos emitidos entre 2008 y 2010 tuvieron como propósito exclusivo el rescate de los grandes bancos y del sistema financiero en su conjunto. En consecuencia, la intervención del Estado fue la condición imprescindible para que la crisis sistémica no derivase en la desaparición de esos grandes bancos y el derrumbe de todo el sistema financiero.

Tabla 7.1. Rescates financieros a través del TARP (millones de dólares)

		Desembolsado	Devuelto	Beneficio/ Pérdida
1	AIG	67.835	67.835	5.026
2	General Motors	50.745	38.649	-11.402
3	Bank of America	45.000	45.000	4.567
4	Citigroup	45.000	45.000	13.449
5	JPMorgan Chase	25.000	25.000	1.731
6	Wells Fargo	25.000	25.000	2.281
7	GMAC (Ally Financial)	16.290	15.668	3.058
8	Chrysler	10.748	7.257	-1.213
9	Goldman Sachs	10.000	10.000	1.418
10	Morgan Stanley	10.000	10.000	1.268
Top 10 (excluidas auto)		244.125	243.503	32.798

Fuente: Elaboración propia con datos de ProPublica basados en información de la Reserva Federal.

Por último, el programa TARP tuvo su complemento en las ayudas que la *Housing and Economic Recovery Act*, aprobada en julio de 2008, autorizó para el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac llevado a cabo a partir del mes de septiembre. Dicho rescate supuso el desembolso de 187 mil millones de dólares de dinero público, de los cuales el 62% se destinó a Fannie Mae.

Por tanto, el recuento global de dinero desembolsado por TARP y HERA asciende a 620 mil millones de dólares. De ellos, aproximadamente el 40% fue destinado al rescate de bancos y otras entidades financieras, el 11% a AIG, el 30% a las GSE y el 13% al sector de automoción. Sólo un 3% residual de esos recursos públicos se destinó a la compra de activos tóxicos y ninguna cuantía significativa se dirigió a paliar la situación de las ejecuciones hipotecarias por las que centenares de miles de familias perdieron sus viviendas, aunque ese objetivo figuraba en el texto de TARP aprobado por el Congreso. La modalidad de rescate de los bancos mediante la compra de activos tóxicos la llevó a cabo la Reserva Federal utilizando otros medios “no convencionales” y sin que para ello hubiera solicitado la aprobación parlamentaria.

1.2. Política monetaria “no convencional”: *Quantitative Easing*

Cuando redujo los tipos de interés de referencia hasta aproximarse a cero la Reserva Federal agotó el uso convencional de la política monetaria, a la vez que la economía se adentraba en un proceso recesivo y el sistema financiero soportaba las consecuencias de la crisis sistémica. Ante aquella coyuntura, los dirigentes de la Reserva Federal optaron por aplicar un conjunto de medidas, denominadas “no convencionales”, que en realidad iban en dirección contraria a lo que secularmente habían sido los criterios ortodoxos de la propia FED.

Desde el punto de vista monetario, el objetivo de esas medidas era la reducción de los *spread* entre los tipos de interés de los activos financieros y el tipo de las letras del Tesoro en sus respectivos plazos. Esos diferenciales habían aumentado considerablemente desde el verano de 2007, según se ha explicado en el capítulo anterior, reflejando las crecientes dificultades de los mercados de títulos y demás instrumentos financieros. Por ese motivo, el descenso de los *spread* era un objetivo crucial para afrontar los graves problemas que tenían los bancos y demás instituciones financieras. Después de barajar diferentes alternativas¹⁰⁷, los dirigentes de la FED optaron por aplicar un conjunto de medidas destinadas a generar una superlativa expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE) que combinaba la compra masiva de activos tóxicos en manos de los bancos con el intercambio favorable para estos de títulos del Tesoro, dando lugar a una drástica modificación del tamaño y de la composición del balance de la FED.

¹⁰⁷ La FED podía difundir el compromiso verbal de que mantendría muy bajos los tipos de interés durante un largo período de tiempo; como de hecho hizo a partir de septiembre de 2008, cuando permanecieron entre 0% y 0,25%. Otra alternativa era la elevación del objetivo de inflación para fijar la prioridad en los tipos reales y no en los nominales, de modo que unas mayores expectativas inflacionistas contribuyeran a reducir esos tipos reales. Y otra posibilidad era la reducción del interés pagado a los bancos por mantener en los depósitos de la FED reservas en exceso en la medida en que no se canalizaban hacia la concesión de préstamos a la economía.

Ya antes de septiembre de 2008 había puesto en práctica algunas medidas encaminadas en esa dirección, como ocurrió tras la quiebra de Bear Stearns cuando la FED intercambió títulos del Tesoro altamente líquidos por activos menos líquidos que tenían las entidades financieras. O bien, a partir de octubre cuando a través de Paper Funding Facility (CPFF) compró directamente instrumentos monetarios con el fin de evitar el colapso de aquel mercado de papel comercial.

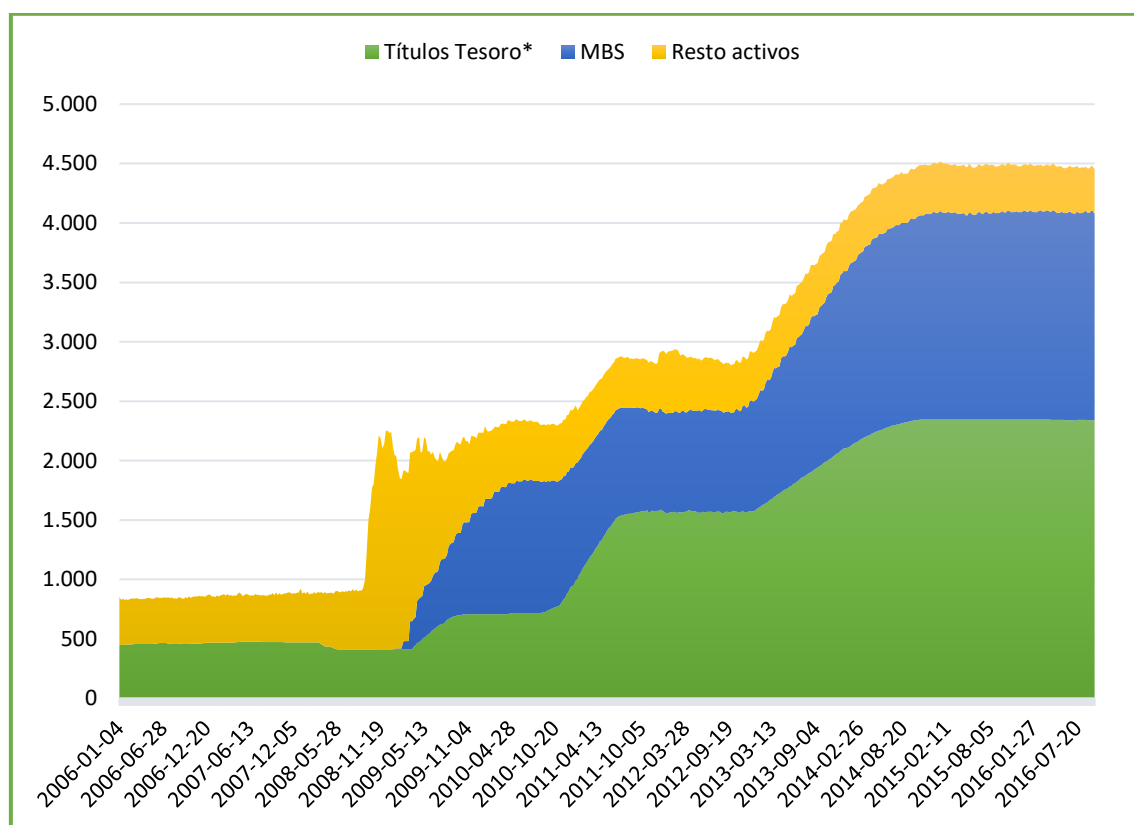
El primer programa (QE-1) se inició en noviembre-2008 y aunque estaba previsto que durara hasta marzo-2009 en ese momento se amplió doce meses más. Su desembolso final fue de 1,1 billones de dólares que se destinaron a la compra de bonos MBS (750 mil millones), títulos de las GSE (100 mil millones) y títulos del Tesoro a largo plazo (300 mil millones). De ese modo, se reducía el peso de los activos tóxicos en manos de los bancos y de otros inversores, a la vez que se intentaba reducir el diferencial de los MBS con respecto a los bonos del Tesoro. A continuación, el segundo programa (QE-2) se desarrolló entre noviembre-2010 y junio-2011, centrándose en la compra de bonos del Tesoro a largo plazo por un valor de 600 mil millones de dólares, persistiendo en el objetivo de reducir los *spread* de los activos financieros en manos de los bancos para favorecer su intercambio en los mercados. Por último, el tercer programa (QE-3) empezó en septiembre-2012 por un tiempo limitado que se fue ampliando de forma sucesiva. Inicialmente consistía en la compra de activos tóxicos y bonos del Tesoro a largo plazo, con una dotación mensual de 40 mil millones de dólares, pero en diciembre se amplió a 85 mil millones mensuales y en diciembre-2013 se situó en 75 mil millones mensuales. En total, QE-3 supuso un desembolso de 1,35 billones de dólares en la compra de MBS (600 mil millones) y bonos del Tesoro (675 mil millones).

De ese modo, hasta finales de 2013, la expansión cuantitativa supuso una cifra de 3,65 billones con la cual la Reserva Federal retiró activos tóxicos y redujo los diferenciales de tipos para estimular los mercados de esos activos. Dos objetivos que proporcionaron un considerable alivio para los grandes bancos que así pudieron desembarazarse de una parte de bonos MBS y otros instrumentos hipotecarios adquiridos por la FED a los precios que señalaban sus valores nominales o contables, mientras que otras medidas complementarias de la FED (operación Twist) aportaban títulos del Tesoro a corto plazo (de liquidez inmediata) a cambio de otros a largo plazo) y otras subvencionaban a los inversores dispuestos a adquirir otra parte de los activos vinculados a hipotecas en unos mercados levemente estimulados por la reducción de los diferenciales de los tipos de interés de esos activos con respecto a los títulos del Tesoro (Blinder 2014; Montecino y Epstein 2015, Shull 2014).

Como contrapartida, las sucesivas inyecciones de liquidez en forma de préstamos y, sobre todo, los programas QE destinados a la compra de activos generaron un cambio fundamental en el tamaño y la estructura del balance de la Reserva Federal.

Con respecto al tamaño, el gráfico 7.1 muestra cómo las primeras ayudas dieron lugar a que los activos de la FED pasaran de 1 a 2 billones de dólares durante la segunda mitad de 2008. Después, la implementación de los programas de QE elevó la cifra de los activos hasta los 3 millones a finales de 2012 y los 4 billones al iniciarse 2014.

Gráfico 7.1. Activos de la Reserva Federal (miles de millones de dólares)



* Bonos y notas

Fuente: BoG FRB, H.4.1 Tabla 5

Simultáneamente, la composición de los activos experimentó una rápida modificación. Con la implementación de QE-1 perdió importancia la parte correspondiente a otros activos, compuesta sobre todo por las “*facilities*” otorgadas durante las primeras inyecciones de liquidez. En su lugar, fueron prevaleciendo los bonos basados en la titulización de préstamos hipotecarios (sobre todo MBS) y los bonos del Tesoro adquiridos a los bancos, que desde 2010 representaban la mayor parte de los activos de la FED.

El factor correlativo en el lado del pasivo era el continuo aumento de las reservas que las entidades bancarias tenían depositadas en la FED. Una pequeña proporción eran reservas obligatorias, requeridas por la normativa, y la mayor parte eran reservas voluntarias que los bancos mantenían ociosas debido a su escasa disposición a conceder préstamos a los demás sectores de la economía. Ese “exceso”

de reservas que en tiempos de estabilidad registraba cifras marginales, tras el estallido de la crisis se convirtió en una auténtica montaña de recursos ociosos por encima de los 200 mil millones de dólares a principios de 2009, alcanzó el billón de dólares en febrero de 2010, el billón y medio en julio de 2011 y superó los 2,5 billones en el verano de 2014.

Esa situación ponía de manifiesto el carácter radicalmente asimétrico entre las ventajas recibidas y las obligaciones contraídas por los bancos, ya que habían sido rescatados por los poderes públicos sin condiciones ni requisitos. Por un lado, se beneficiaban de una vasta red de intervenciones estatales (préstamos, inyecciones de capital, compra de activos tóxicos, intercambio de bonos, garantías para sus nuevas emisiones). Por otro lado, los poderes públicos no establecieron ninguna condición para que los bancos destinaran parte de sus recursos a impulsar la reactivación de la economía mediante préstamos a empresas y hogares, o bien para que flexibilizaran las ejecuciones hipotecarias contra los prestatarios que perdían sus viviendas porque no podían afrontar la devolución de los préstamos contraídos.

2. DEBILIDAD REGULATORIA DE LA REFORMA INTRODUCIDA CON LA DODD-FRANK ACT

La transformación del sector financiero era uno de los objetivos principales de la nueva Administración presidida por Obama al comenzar su mandato en enero de 2009. Durante la campaña electoral, y sobre todo a lo largo de 2008 cuando se fueron sucediendo los episodios de la crisis financiera, el candidato demócrata había prometido que su victoria supondría un cambio radical de las finanzas que pondría fin a la preponderancia de Wall Street sobre la economía. Por tanto, la rotundidad de su victoria electoral abrió las puertas para llevar a cabo esa transformación. A la vez, los bancos estaban recibiendo las grandes ayudas públicas anteriormente expuestas, sus directivos comparecían ante la comisión del Senado que investigaba las causas de la crisis financiera y crecía la indignación de la opinión pública contra los bancos como principales responsables de la crisis.

De ese modo, en los primeros meses de 2009 una masa crítica de factores parecía aunar la necesidad y la posibilidad de llevar a cabo la transformación del sistema financiero. El gobierno, las cámaras parlamentarias, los círculos académicos, los medios de comunicación y los debates públicos instaban a afrontar los principales temas que implicaba una reforma en profundidad de las finanzas: debía seguir permitiéndose la existencia de bancos *“too big to fail”*?, ¿debían autorizarse ciertos tipos de préstamos hipotecarios y de productos estructurados y derivados que se convertían en instrumentos financieros de alto riesgo?, ¿debían volver a separarse las entidades dedicadas a banca comercial y de inversión?, ¿debían permitirse los sistemas de retribución a directivos y altos especialistas que estimulaban las

operaciones de alto riesgo y hacían opacos los balances de los bancos?, ¿debían establecerse indicadores contra el riesgo sistémico?, ¿debían crearse agencias de calificación públicas para evitar los conflictos de interés existentes?. En definitiva, el debate giraba en torno a la configuración de un nuevo marco institucional en el que la preponderancia de los componentes regulatorios (leyes, normas, organismos) garantizase la imposibilidad de una nueva gran crisis financiera.

Sin embargo, a la vez que esa masa crítica que instaba a afrontar una reforma en profundidad existían factores que operaban en sentido contrario y defendían la posición de poder que ostentaban los grandes bancos. Desde el interior del propio gobierno y desde las cámaras parlamentarias, así como desde los círculos académicos y los medios de comunicación se hacían propuestas tendentes a minimizar la envergadura de los cambios a introducir.

De hecho, la primera redacción del texto que el departamento del Tesoro propuso para que comenzase el debate parlamentario contenía importantes ausencias en los temas que debería recoger la futura ley de reforma. No en vano, tanto el responsable de ese departamento, Tim Geithner, y otros altos cargos de la nueva administración, como Benjamin Bernanke (nombrado el año anterior por el gobierno Bush como Presidente de la Reserva Federal) se oponían firmemente a lo que denominaban “exceso de regulación”. Lo mismo defendía un amplio número de congresistas demócratas y la inmensa mayoría de los republicanos, anunciando que se opondrían a medidas “excesivas” porque pondrían en peligro el funcionamiento del sistema financiero.

Esas fuerzas reactivas lograron que en primera instancia se retirasen del debate parlamentario varias cuestiones fundamentales, tales como: la posibilidad de segmentar los grandes bancos, la separación de la banca comercial y de inversión, la drástica limitación del trading propio cuando los bancos operaban para clientes, la prohibición de los derivados al descubierto y otros productos financieros, y la posibilidad de creación de agencias públicas de calificación. Por tanto, aunque en el texto que la Cámara de Representantes y el Senado pasarían a debatir seguían figurando otros temas importantes, no se ofrecía un planteamiento integral que sirviera de base para llevar a cabo una reforma radical.

El desarrollo del debate que finalmente condujo en el verano de 2010 a la aprobación de la *Dodd-Frank Act* (DFA) puede resumirse en tres rasgos principales: se produjo una negociación a la baja del alcance de las reformas, se mantuvo la inconcreción en numerosos temas abordados y muchos otros adoptaron un carácter meramente organizativo acerca de qué organismo debería ser el responsable de su regulación (Omarova 2011; Nersisyan 2015).

Un claro ejemplo de esto último fueron las propuestas en torno al funcionamiento de las entidades “*too big*”, a su quiebra y a la regulación del riesgo sistémico, que derivaron hacia el debate sobre los organismos federales que se encargarían de esas funciones. La DFA otorgó a la FDIC la autoridad para decidir sobre la liquidación de entidades en quiebras e incluyó una redacción genérica sobre la colaboración de la FED con la FDIC para supervisar el riesgo sistémico. También incorporó una resolución genérica cuya aplicación radical debería suponer que los futuros rescates no recaerán sobre los contribuyentes. Además, los requisitos de capital y de liquidez exigidos a los grandes bancos serán superiores a los del resto de entidades y también deberán cumplirlos sus vehículos y filiales cuyas operaciones no se reflejen en los balances.

Las propuestas sobre los productos financieros de alto riesgo y las entidades que operan en sus mercados fueron siendo paulatinamente rebajadas en su contenido y convertidas en temas administrativos acerca de quién debería ocuparse de su regulación. Así, los problemas relativos a la concesión de préstamos hipotecarios y a la posibilidad de crear agencias de propiedad pública o bien esponsorizadas por el gobierno que actuaran en el mercado hipotecario ni siquiera quedaron contemplados en la ley, recogándose solamente una vaga redacción sobre la necesidad de mejorar los estándares de concesión de esos préstamos. A su vez, los problemas acerca de su titulización masiva tuvieron como única respuesta una norma por la que las entidades titulizadoras (no los prestamistas en origen) estaban obligadas a mantener un 5% del valor titulado en forma de recursos propios. Con respecto a los derivados OTC, la ley incorporó la existencia de normas que estandarizasen su forma de negociación y con respecto a los fondos de alto riesgo se incluyó la necesidad de que proporcionasen información pública.

Las medidas novedosas de mayor calado reformista fueron las conocidas como “regla Volcker”, que incorporaba cuatro aspectos principales: a) la prohibición de que los bancos comerciales que mantuvieran depósitos garantizados por el Estado pudieran crear vehículos como los *hedge funds* o los *private equity*, b) la prohibición de que esos bancos realizasen trading propio, c) la limitación de que los demás bancos sólo pudieran participar en ese tipo de vehículos hasta un máximo del 3% de los recursos de éstos, d) la necesidad de que el trading propio de los bancos estuviera sometido a una supervisión específica. No obstante, incluso esas medidas serán de difícil realización debido a la falta de concreción de los criterios con los que distinguir entre la actividad propia y la realizada como creadores de mercado, y entre operaciones de cobertura y de especulación, así como para evitar que los bancos comerciales eludan los límites para participación en los fondos de alto riesgo y para efectuar trading propio mediante filiales que eludan la regulación.

Las propuestas referidas a las funciones de los múltiples organismos federales y estatales implicados en las actividades financieras (originando a veces

solapamientos y a veces vacíos regulatorios) tuvieron varias respuestas destacadas. De un lado, con respecto a la Reserva Federal era evidente el choque de posiciones entre quienes consideraban que gozaba de un poder desmesurado y discrecional (al amparo de lo dispuesto en la sección 13-3 de su estatuto), aumentado durante el rescate de los bancos, y quienes proponían que asumiera nuevas funciones para llevar a cabo de manera eficaz su actividad reguladora. Esa visión contradictoria se recogía en el texto propuesto por el departamento del Tesoro y quedó plasmada en la ley que finalmente se aprobó. Por una parte, se introdujeron limitaciones al uso de la sección mencionada para hacer rescates y por otra la FED obtuvo mayores atribuciones para supervisar a las grandes entidades (aunque al servicio de la FDIC) y el mandato de incorporar en su seno al organismo creado para encargarse de la defensa del consumidor (aunque a la vez se decía que era independiente). No obstante, esa defensa del consumidor se recogía de manera genérica ya que ni siquiera incorporó la propuesta del Tesoro para que ese organismo obligase a los bancos a utilizar un lenguaje comprensible para la mayoría de los ciudadanos sobre las características de los productos financieros.

De otro lado, la preocupación por evitar solapamientos no supuso ningún cambio significativo. La posible reducción de organismos se saldó con la inclusión de la OTS (Office of Thrift Supervision) en la OCC (Office of the Comptroller of the Currency), a la vez que se mantenían separadas la SEC y la CFTC. Sin embargo, se mantuvo el vacío que suponía la ausencia de un organismo regulador del mercado hipotecario a escala nacional. Únicamente se recogió la creación de una oficina de seguros nacionales adscrita al departamento del Tesoro.

Por último, otras dos cuestiones que tampoco se afrontaron fueron los mecanismos de incentivos perversos que afectaban a las agencias de calificación y al sistema de retribución de los directivos de las grandes entidades financieras. En el primer caso, una vez rechazada la creación de agencias públicas, o que un organismo público asignase aleatoriamente qué agencia se encargaría de cada calificación, o que quien pagase a las agencias fuese la SEC o los propios inversores en lugar de los emisores, la ley sólo recogió las modestas propuestas del texto presentado por el Tesoro. De manera genérica se anunciaba que la SEC tendría que endurecer la supervisión de las tres agencias que monopolizan la totalidad del vasto mercado de calificaciones y que se debe reducir el uso de esas calificaciones en su actividad reguladora, y se tiene que estudiar con detenimiento el sistema de retribuciones de esas agencias. En el caso de las retribuciones a los ejecutivos, también de forma genérica la ley anunciaba la fijación de ciertas directrices reguladoras, a la vez que concedía voz y voto a los accionistas para participar en la decisión de esa cuestión y se creaban comités independientes para fijar las retribuciones.

En síntesis, la ley *Dodd-Frank* y algunos desarrollos posteriores introdujeron varias normas regulatorias que no existían antes de la crisis y han estimulado una mayor

actitud supervisora por parte de los organismos federales, lo cual supone ciertos cambios en el funcionamiento de los mercados financieros. Sin embargo, esos cambios son reducidos tanto por su cantidad como por su alcance parcial, habiendo quedado muy lejos de componer un conjunto de medidas integrales que dotaran a la actividad de banca de inversión de un marco institucional basado en la primacía de los componentes normativos. No siendo así, las carencias sustanciales de la nueva ley permiten que se mantenga el dominio de los componentes de carácter informal y, con ello, el dominio del poder financiero que ostentan las grandes entidades. De hecho, el limitado alcance y las carencias de la ley son la expresión del poder que detentan esos grandes bancos, de modo que tanto su resistencia como la actuación de las fuerzas políticas hostiles a la regulación lograron que no se estableciera un nuevo marco institucional basado en los componentes normativos y organizativos que favoreciesen la regulación de sus actividades.

3. PODER FINANCIERO MÁS CONCENTRADO QUE ANTES DE LA CRISIS

El estallido de la crisis dio lugar al deterioro de las condiciones financieras de los grandes bancos en 2008 y en algunos casos se prolongó uno o dos años más. Sin embargo, cuando se analiza su evolución desde entonces se aprecian tres características relevantes que convergen en un mismo resultado: el reforzamiento del poder financiero de las grandes entidades.

La primera característica es la reducción del número de grandes bancos. Como se explica en el capítulo anterior, la quiebra de varios de los principales bancos de inversión y de importantes entidades prestamistas y de depósitos supuso la desaparición de algunos de los anteriores competidores como Lehman Brothers y la absorción de otros. Así, Wells Fargo, un banco comercial de tamaño mediano y asentado fundamentalmente en el estado de California se convirtió en un banco de dimensiones muy superiores con la adquisición de Wachovia. Así, JP Morgan Chase y Bank of America¹⁰⁸ a lo largo de 2008 se hicieron con Bear Stearns y Washington Mutual (JP Morgan Chase) y con Merrill Lynch y Countrywide (Bank of America), además de otros bancos y entidades financieras de menor tamaño merced a que entre enero-2009 y diciembre-2010 quebraron casi 300 bancos medianos o pequeños (FDIC Lista de bancos quebrados¹⁰⁹).

¹⁰⁸ Eran los dos grandes bancos comerciales que tras la *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 se incorporaron a la actividad de banca de inversión sin adquirir ningún banco de inversión.

¹⁰⁹ Véase FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation, Failed Bank List disponible en: <https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

La segunda característica es la distinta intensidad con la que la crisis afectó a esas grandes entidades y con la que después recuperaron los buenos resultados en términos de beneficios, capitalización bursátil y activos.

a. Desde el punto de vista de los beneficios netos, se aprecian tres tipos de comportamientos (gráfico 7.2):

- JP Morgan Chase registró beneficios incluso en los peores años, de modo que sólo en 2008-2009 redujo su ritmo de crecimiento por debajo del 10% anual y después lo mantuvo entre el 10-20% anual.
- También Wells Fargo obtuvo resultados positivos en 2008-2009 y después el ritmo de crecimiento fue en aumento año tras año.
- Citigroup presentó grandes pérdidas en 2008 y aún fueron negativos los resultados del siguiente año, pero desde 2010 los beneficios alcanzaron un notable ritmo de crecimiento (8-12% anual).
- Bank of America limitó sus beneficios en 2008 e incurrió en pérdidas hasta 2011, mientras que su recuperación posterior ha sido a ritmos moderados.
- Goldman Sachs no registró pérdidas en ningún año, pero el crecimiento de sus beneficios se ha situado por debajo del 10% anual. Morgan Stanley obtuvo pérdidas en 2009 y su crecimiento anual ha sido moderado.

b. Desde el punto de vista de las cotizaciones bursátiles los seis bancos registraron caídas en su valor de mercado durante uno o varios años, apreciándose que sus diferencias permiten establecer una clasificación similar a la anterior (gráfico 7.3):

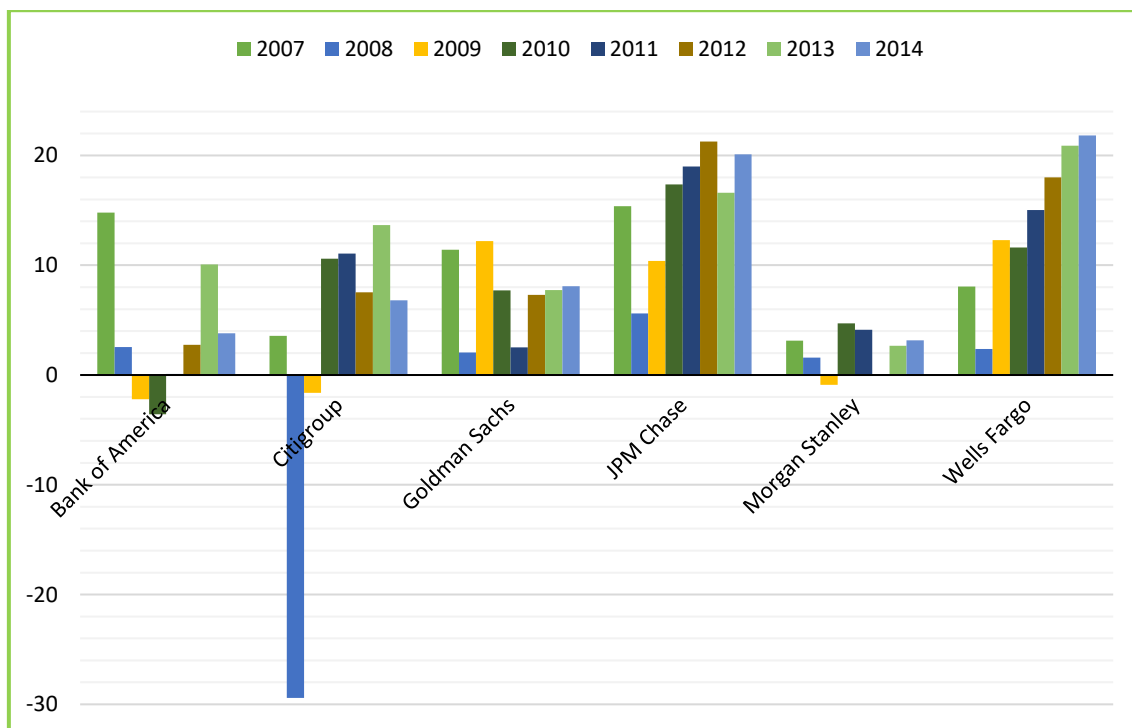
- JP Morgan Chase y Wells Fargo perdieron valor de capitalización en 2009, pero su posterior recuperación ha elevado su valor muy por encima de los niveles que tenían antes de la crisis hasta situarlo en 2015, respectivamente, en torno a 220 y 240 mil millones de dólares, lo que les convierte en los dos mayores bancos a escala mundial atendiendo a ese indicador.
- Citigroup y Bank of America eran los bancos que ostentaban ese liderazgo en 2007, pero las fuertes caídas registradas en 2008-2009 (catastróficas en el caso de Citigroup) dieron lugar a que tras su recuperación posterior el valor de capitalización de ambos en 2015 no supere los 175 mil millones de dólares.
- Goldman Sachs y Morgan Stanley siempre han tenido un tamaño de capital muy inferior al de los cuatro anteriores y tras los retrocesos de 2008-2009 su valor posterior no ha recuperado en 2015 el nivel que tenían antes de la crisis, situando sus cifras respectivas en 75 y 50 mil millones de dólares.

c. Desde el punto de vista de los activos, considerando su evolución y su magnitud, su agrupamiento presenta algunas diferencias con los dos anteriores (gráfico 7.4):

- Bank of America y JP Morgan Chase vuelven a presentar condiciones similares, ya que el valor de sus activos creció con fuerza en 2008 debido a las compras de otras entidades y después se mantuvo relativamente estable; a la vez, el valor alcanzado por sus activos los sitúa como líderes con cifras en torno a 2,25 billones de dólares.
- Wells Fargo también experimentó un fuerte aumento de sus activos, pero el valor de esos activos es bastante inferior al de los anteriores ya que no alcanza de 1,5 billones de dólares
- Citigroup ha perdido su liderazgo tras el retroceso sufrido en 2008, si bien su nivel se aproxima a 1,9 billones de dólares.
- Goldman Sachs y Morgan Stanley también sufrieron retrocesos en 2008 y su nivel queda lejos de los anteriores, pues el valor de sus activos no alcanza los 750 mil millones de dólares

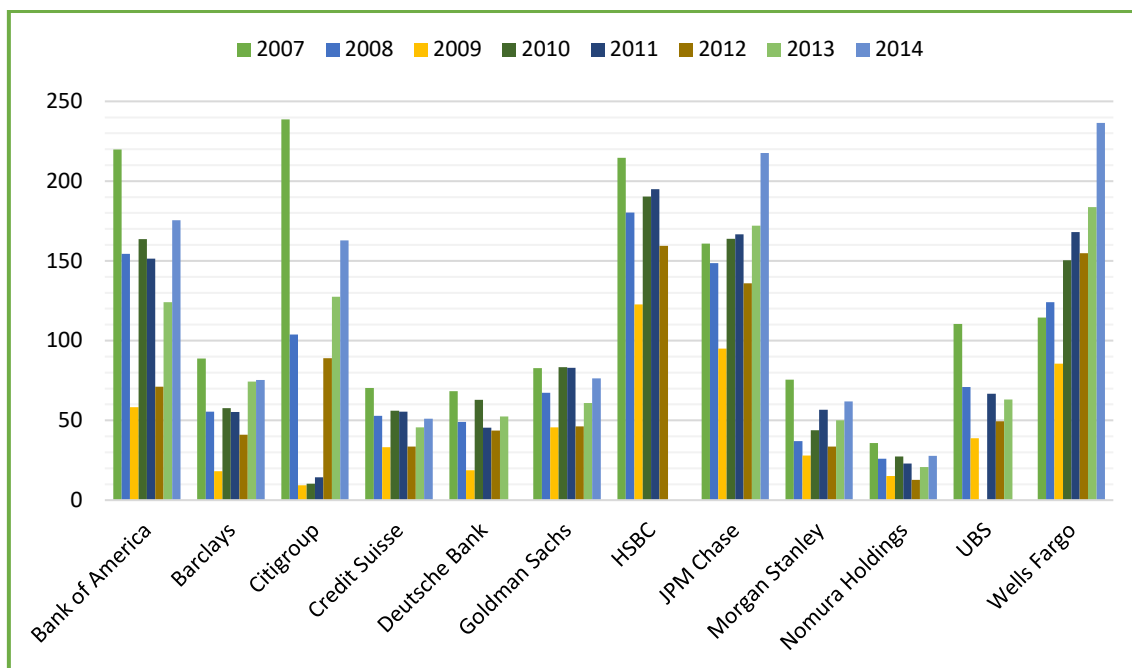
Indicadores de resultados de los grandes bancos

Gráfico 7.2. Beneficios netos por entidad (miles de millones de dólares)



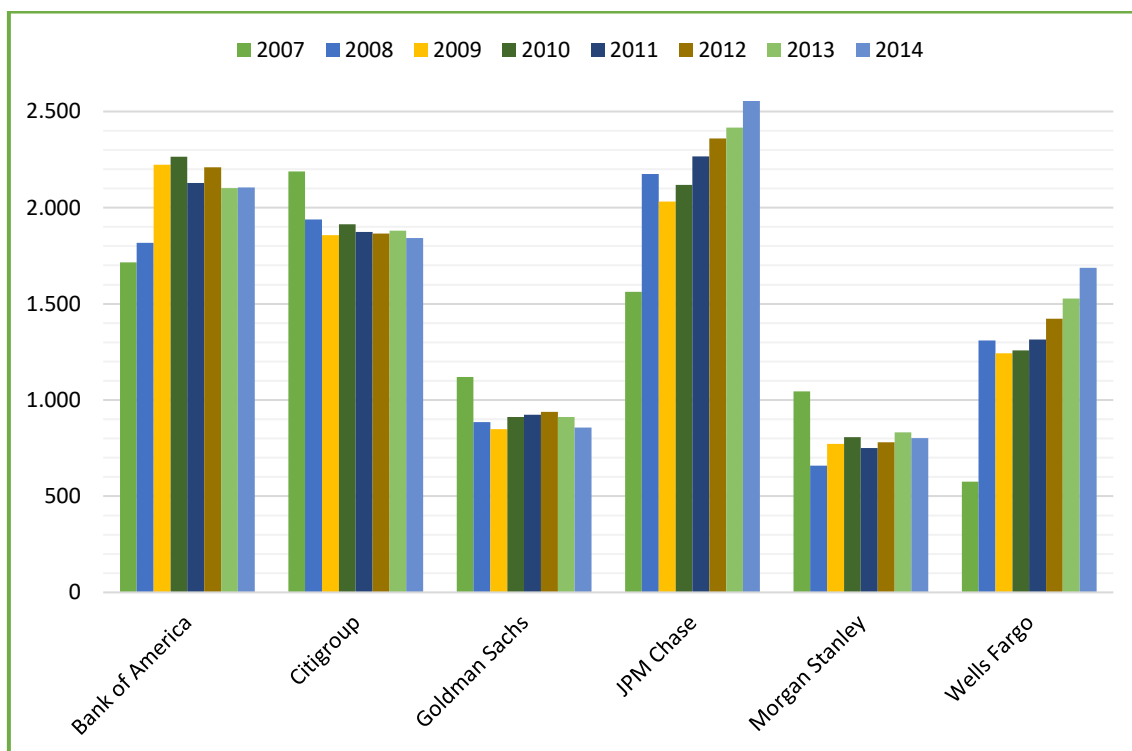
Fuente: elaboración propia con datos de informes SEC 10-K

Gráfico 7.3. Capitalización de mercado por entidad (miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de informes SEC 10-K

Gráfico 7.4. Total activos por entidad (miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de informes SEC 10-K

Por consiguiente, ese conjunto de datos revela que, desde 2010 unos y desde 2011 otros, los seis grandes bancos que dominan el sistema financiero volvieron a recuperar sus resultados favorables, aunque lo hicieron con diferente intensidad dando lugar a que se modifiquen las posiciones de liderazgo entre ellos.

De ese modo, considerando el masivo y pluriforme rescate efectuado por el Estado, el limitado alcance de las reformas de la *Dodd-Frank Act* y los resultados empresariales, el panorama financiero posterior al clímax de la crisis se puede resumir en los tres puntos siguientes:

- Ningún alto directivo y ninguna entidad han sido responsabilizados penalmente por las consecuencias financieras, económicas y sociales provocadas por la crisis financiera¹¹⁰,
- El núcleo de grandes bancos ha acentuado su carácter *too big to fail*,
- La actividad de banca de inversión mantiene los principales rasgos que la sitúan como *shadow banking*.

¹¹⁰ Algunas de las ilegalidades e irregularidades cometidas durante los años de apogeo de los préstamos subprime, MBS, CDO y CDS se han saldado con indemnizaciones millonarias pagadas por los bancos para eludir esas responsabilidades penales. Hasta el verano de 2014 los seis bancos habían pagado un total de 130 mil millones de dólares en multas por abusos hipotecarios, la mayor parte (70 mil millones) correspondía a Bank of America por abusos del propio banco y de entidades que había absorbido (Merrill Lynch, Countrywide), seguido por JP Morgan Chase y Citigroup, con 26 y 12 mil millones de dólares, respectivamente.

CONCLUSIONES

Según se expuso en el capítulo inicial de la Tesis Doctoral, el objetivo central de la investigación era elaborar una explicación articulada y dinámica, coherente y consistente, sobre la dimensión y la importancia de los cambios producidos y de los factores que los determinaron en la actividad de banca de inversión de Estados Unidos durante el período 1981-2007.

De forma subsecuente, la aproximación a ese objetivo central debía proporcionar tres objetivos adicionales a) poner a prueba la capacidad analítica del enfoque institucionalista de las finanzas; b) dotar de mayor solidez a ciertas tesis sobre la relación entre las finanzas y la dinámica económica; y c) profundizar en el conocimiento de los riesgos sistémicos que comportan los marcos institucionales desregulados.

El proceso de investigación ha consistido en buscar respuestas a las cinco hipótesis planteadas acerca de por qué y cómo se habían producido las dos mutaciones de la banca de inversión que parecían apuntar los hechos observados.

1. EL OBJETIVO CENTRAL SEGÚN LOS RESULTADOS OBTENIDOS

Los capítulos dos a seis aportan nueve resultados con los que se responde a las hipótesis planteadas para explicar esas dos mutaciones mediante un desarrollo analítico que cumple dos requisitos básicos: coherencia y consistencia.

Los resultados proporcionan una explicación coherente porque han sido obtenidos mediante un enfoque que dota al análisis de una estructura interna clara y precisa que se sustenta en dos relaciones triangulares:

- a) de la actividad de banca de inversión con los dos ámbitos con el marco institucional y la dinámica económica.
- b) de la actividad de banca de inversión con los mercados de capital y las entidades financieras que realizan esa actividad.

Los resultados proporcionan una explicación consistente porque muestran a través de esa estructura interna genera unas articulaciones que son complejas y cambiantes, según la intervención de tres tipos factores:

- a) hereditarios, que reproducen procesos inerciales en las relaciones,
- b) evolutivos, que generan alteraciones parciales en las relaciones

- c) transformadores, que provocan mutaciones puesto que modifican sustancialmente esas relaciones triangulares.

Desde esta perspectiva, los resultados permiten interpretar que los cambios producidos durante esas tres décadas corresponden a dos mutaciones consecutivas que están separadas en los últimos años noventa por la aprobación de la Gramm-Leach-Bliley Act, que eliminó la prohibición de que los bancos comerciales pudieran realizar la actividad de banca de inversión y, por tanto, de que pudieran acceder plenamente a la actividad de negociación de títulos de valores en los mercados financieros.

1.1. Primera transformación

Según la primera relación triangular: para que tuviera lugar un fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión desde los años ochenta, la premisa imprescindible era que se produjese una transformación sustancial del marco institucional y de la dinámica económica vigentes durante las décadas anteriores.

1.- El marco institucional mutó desde un dominio pleno de los componentes normativos a un predominio creciente de los componentes informales con el paulatino declive de aquellos componentes normativos.

- El Estado fue el factor transformador decisivo de la mutación institucional. La Administración Reagan y el Parlamento fueron eliminando leyes y normas, y fueron desactivando la aplicación de otras que seguían vigentes. Por un lado, establecieron las RNC, Rule 415, GSGA, Rule 144-A. Por otro lado, los organismos federales responsables se fueron inhibiendo y encontraron cada vez más dificultades para ejercer sus tareas de supervisión y regulación.
- Durante casi dos décadas se fueron consolidando los componentes informales establecidos en los mercados mediante comportamientos de hecho, decisiones guiadas por incentivos individuales y/o reglas consensuadas directamente por los agentes privados. Al cabo de ese tiempo, la única norma fundamental que seguía vigente (instaurada por la *Glass-Steagall Act* en 1933) era la prohibición de que los bancos comerciales y los bancos de inversión cruzasen sus respectivas actividades en los mercados financieros.

2.- La dinámica económica mutó desde el predominio de las formas tradicionales de financiación de las empresas y de inversión financiera por parte de los poseedores de ahorro, a nuevas formas de financiación y de inversión surgidas en los mercados de capital.

Las decisiones de la Administración Reagan y del Parlamento también ejercieron como el principal factor transformador a través de la política económica, si bien con dos matices relevantes.

- Los elementos que condujeron al cambio radical de las condiciones de financiación de las empresas y de inversión financiera del ahorro se concentraron en los años ochenta, en un contexto de rápida internacionalización de la economía: política monetaria y cambiaria, fuerte déficit federal, creciente déficit exterior y rápida incorporación de nuevas tecnologías.
 - Sin embargo, la ralentización del crecimiento y la inestabilidad monetaria comenzaron en los años setenta, en plena crisis del modelo económico de la Edad de Oro. Después, a partir de 1992, se recuperaron el crecimiento y la estabilidad monetaria.
- ✓ Por consiguiente, un primer matiz relevante, relativo a la hipótesis SH-1.2, fue que la mutación producida en los años ochenta estuvo precedida de un proceso evolutivo y fue continuada por un proceso de histéresis, de modo que, una vez transformadas, las condiciones de financiación y de inversión financiera siguieron reproduciéndose, aunque ya no seguían presentes algunos de los elementos originales.

Según la segunda relación triangular: el fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión desde los años ochenta supuso una transformación sustancial de los mercados de capital y de los bancos de inversión.

3.- El funcionamiento de los mercados de capital mutó desde el dominio pleno de instrumentos y operativas tradicionales con los que la banca de inversión cumplía las funciones de intermediación y asesoramiento (para quienes requerían financiación y quienes disponían de ahorro) a la creciente importancia de nuevos instrumentos y operativas que ampliaron esas dos funciones tradicionales con otras dos nuevas: inversión propia e ingeniería financiera.

- En un marco institucional de creciente primacía de los componentes informales fueron cobrando importancia tres nuevos instrumentos: los bonos fuera de grado de inversión, los productos titulizados y los instrumentos derivados.
- La utilización de esos instrumentos, junto con los tradicionales (bonos y acciones), modificó radicalmente las operativas llevadas a cabo en los mercados de capital, sobre todo en las finanzas corporativas: fusiones y adquisiciones, compras apalancadas, ofertas públicas de adquisición, suscripciones mediante *bought deal* y salidas iniciales a bolsa.

- Los mecanismos de financiación de las empresas se vincularon cada vez más a esos nuevos instrumentos y operativas; mientras que los poseedores de ahorro encontraron mayores posibilidades de elevar la rentabilidad de sus inversiones financieras.
- Los bancos de inversión que antes limitaban su actividad al ejercicio de las funciones de asesoramiento e intermediación encontraron múltiples oportunidades para elevar la escala de su actividad, para realizar trading por cuenta propia (como inversores) y para multiplicar su capacidad innovadora (ingeniería) en instrumentos y operativas al servicio de aquellas tres funciones.

4.- La capacidad empresarial de los bancos de inversión mutó desde la existencia de un gran número de pequeñas entidades financieras cuyas posibilidades de expansión estaban limitadas por el marco institucional y por las funciones que desarrollaban en la economía, a una estructura oligopólica en la que cinco grandes bancos de inversión concentraban la mayor parte de los ingresos, los beneficios y el capital.

- Las capacidades financieras y tecnológicas adquiridas por esos bancos en el ejercicio de las cuatro funciones se convertían en resortes de poder con los que reproducir su posición dominante en los mercados de capital. Las fusiones y adquisiciones entre bancos acentuaban esa posición dominante.
- Los riesgos financieros contraídos por los grandes bancos crecieron con la expansión de los nuevos instrumentos y operativas: mayor dimensión de las operaciones, mayor apalancamiento, creciente especulación, mayor incertidumbre y volatilidad de los mercados.
- Tres bancos importantes que lideraban algunos de los nuevos mercados incurrieron en niveles de riesgos que les condujeron a situaciones de quiebra y, finalmente, desaparecieron: Drexler-Burnham-Lambert (bonos basura), Salomon Brothers (titulizaciones) y Bankers Trust (derivados).
- ✓ Por consiguiente, un segundo matiz relevante, relativo a la hipótesis SH-2.2, fue que los signos de fragilidad financiera no derivaron en graves desequilibrios de los balances en la mayoría de los bancos de inversión, por lo que no se produjo una crisis generalizada de la actividad de banca de inversión.

1.2. Segunda transformación

Según la primera relación triangular, tras el fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión en las dos décadas precedentes, desde finales de los noventa se produjo una segunda transformación sustancial del marco institucional y de la dinámica económica.

5.- *El marco institucional mutó desde el predominio creciente de los componentes informales y el paulatino declive de los componentes normativos al dominio absoluto de los componentes informales.*

- El factor decisivo fue la aprobación de la *Gramm-Leach-Bliley Act* que eliminó la prohibición de que los bancos comerciales desarrollasen la actividad de banca de inversión y, por tanto, de que se vinculasen las de banca comercial y de inversión. Además, la CFMA estableció la prohibición de que en el futuro se establecieran normas que regulasen los derivados de crédito, mientras que los organismos federales se inhibían ante las crecientes evidencias de irregularidades e incumplimientos legales (HOEPA, nueva RNC, SOA), en la concesión de préstamos hipotecarios y en los productos financieros basados en esos préstamos.
- La GLBA plasmó el dominio de los grandes bancos sobre la banca de inversión y la posición subalterna de los poderes públicos ante ese poder financiero. La actividad de la banca de inversión pasó a regirse por prácticas, estímulos y reglas de actuación instituidas directamente por los agentes privados que participaban en los mercados a través de la *shadow banking*.

6.- *La dinámica económica mutó desde una relación entre las nuevas modalidades de financiación de las empresas y de inversión financiera del ahorro a un predominio de otras nuevas formas de inversión financiera surgidas en los mercados de capital, dando lugar a que el crecimiento económico quedara sostenido por la burbuja financiera.*

- Desde mediados de los años noventa se produjeron incrementos espectaculares de la deuda interna de los agentes privados y de la deuda externa de la economía con el resto del mundo.
- La economía vinculó su capacidad de crecimiento primero a la espiral especulativa de las bolsas (Nasdaq y Wall Street) y después a la doble espiral desatada en torno al negocio inmobiliario y a los instrumentos basados en el crédito hipotecario (bonos titulizados, productos estructurados y derivados de crédito).
- ✓ Por consiguiente, un matiz relevante, relativo a la hipótesis SH-3.2, fue que la transformación no afectó de manera destacada a las modalidades de financiación de las empresas, sino que se concentró en las mayores y mejores oportunidades de inversión financiera para quienes participasen en los mercados en los que se desarrollaba esa doble burbuja especulativa.

Según la segunda relación triangular, tras el fuerte desarrollo de la actividad de banca de inversión en las dos décadas precedentes, desde finales de los noventa se produjo una segunda transformación sustancial de los mercados de capital y de las entidades (bancos comerciales y de inversión) que operaban en ellos.

7.- El funcionamiento de los mercados de capital mutó desde la combinación de instrumentos y operativas con los que la banca de inversión cumplía las funciones de intermediación, asesoramiento, innovación financiera e inversión propia al predominio de nuevos instrumentos y operativas que favorecían la función inversora y su conexión con la innovadora de las entidades que realizaban la banca de inversión.

- En un marco institucional basado en el dominio pleno de los componentes informales fueron cobrando importancia tres nuevos instrumentos (bonos titulizados de hipotecas *subprime*, productos estructurados basados en esos préstamos y bonos, y derivados de créditos cuyos subyacentes eran los anteriores) y unas complejas operativas basadas en esos instrumentos.
- Esos instrumentos y operativas alimentaron la doble burbuja inmobiliario-financiera y la modificación de la jerarquía entre las funciones de la banca de inversión, haciendo que dominara la inversión propia en dichos productos y la ingeniería puesta a su servicio.
- ✓ Por consiguiente, el matiz anterior también implica a hipótesis SH-4.2, ya que desde la perspectiva de los mercados de capital se aprecia que la alteración de la jerarquía entre las cuatro funciones reflejaba la primacía de las oportunidades de inversión financiera en esos mercados de MBSsp-CDO y CDS.

8.- La capacidad empresarial de las entidades de banca de inversión mutó desde una estructura oligopólica con cinco grandes bancos de inversión a una estructura todavía más poderosa y concentrada, en la que dominaban aquellos cinco bancos y cuatro grandes bancos comerciales, con una presencia también destacada de varios grandes bancos extranjeros.

- El núcleo de poder financiero concentraba la mayor parte de los ingresos, beneficios, activos y capital, cuyos crecimientos eran espectaculares en los mercados vinculados a la doble burbuja inmobiliario-financiera.
- La fuerza financiera de los grandes bancos comerciales, convertida en capacidad política fue determinante para la aprobación de la GLBA. A continuación, la fuerza financiera del nuevo núcleo de poder fue determinante para que se consolidase el dominio absoluto de los componentes informales en el marco institucional, el dominio de los intereses de los inversores financieros en la

dinámica económica y la modificación de la jerarquía entre las funciones de la banca de inversión.

- ✓ Volviendo a considerar ambas relaciones triangulares: durante el apogeo de la banca de inversión, las mutaciones del marco institucional y de la dinámica económica, determinaron simultáneamente el desarrollo de los factores que condujeron a la crisis sistémica de 2008.

9.- *En un marco institucional plenamente informalizado, la vinculación de los mercados monetarios y de capital, a través de los préstamos hipotecarios, los bonos MBSsp, los CDO y los CDS, determinó la fragilidad de los balances (interconectados) de los grandes bancos y de otras entidades que derivó en crisis sistémica.*

- El despliegue de la burbuja inmobiliario-financiera produjo una acumulación de riesgos, de liquidez y de default, debidos a la utilización masiva de aquellos instrumentos y operativas. Los riesgos eran más agudos debido a que la mayor parte de los bancos y demás vehículos presentaban un elevado apalancamiento, basado en métodos de financiación a corto plazo (repos e instrumentos comerciales), mientras que sus activos eran de largo plazo pues estaban asociados a préstamos hipotecarios.
- La revalorización de esos activos merced a la doble burbuja intensificó la concentración de MBSsp, CDO, CDS en los balances de los grandes bancos, incluso después de que estallase la burbuja inmobiliaria en 2006.
- Cuando en el verano de 2007 la acumulación – interconexión -- concentración de riesgos alcanzó una masa crítica la fragilidad de los balances superó un punto de no retorno. El encadenamiento de los episodios de crisis se precipitó de forma agónica desde la primavera de 2008 y condujo a la situación de quiebra generalizada de los grandes bancos y del conjunto del sistema financiero, reflejada en el mes de septiembre.

2. LOS OBJETIVOS SUBSECUENTES SEGÚN LOS RESULTADOS

2.1. Capacidad analítica del enfoque

De manera general, según lo expuesto en el apartado anterior, los atributos del enfoque institucionalista de las finanzas se revelan en cómo contribuyen a elaborar una explicación coherente y consistente sobre los cambios en la banca de inversión estadounidense. De forma más específica, se pueden destacar cuatro atributos que corresponden a las ventajas que debe aportar un buen enfoque histórico-estructural para fecundar una buena investigación:

- Favorecer la formulación de buenas preguntas sobre el comportamiento de los ámbitos de la realidad que se pretende interpretar.
- Disponer de recursos metodológicos para llevar a cabo el análisis de los distintos componentes de esa realidad y para establecer las relaciones que existen entre ellos.
- Disponer de recursos para vincular los elementos que permanecen y los elementos que se modifican en esos componentes y en sus relaciones.
- Formular propuestas sintéticas (interpretaciones) basadas en esas interacciones dinámicas y articuladas de los componentes de la realidad que se investiga.

Esos cuatro atributos han hecho factible que a partir de la observación de cinco hechos referidos a la banca de inversión estadounidense:

- Se hayan establecido las hipótesis que, como coordenadas de referencia, han señalado la trayectoria que debía recorrer la investigación.
- Se hayan determinado las relaciones triangulares de la actividad de banca de inversión: de un lado, con el marco institucional y la dinámica económica; y de otro lado con los mercados de capital y con las entidades que operan en ellos.
- Se hayan concretado los componentes que integran esos ámbitos:
 - Marco institucional (MI): normativos (CN) e informales (CI)
 - Dinámica económica (DE): financiación de empresas (FE) e inversión financiera del ahorro (IFA)
 - Mercados de capital (MC): instrumentos y operativas (IO) que definen las funciones de banca de inversión (FBI)
 - Entidades financieras (EF): capacidad empresarial (CE) y fragilidad de los balances de los bancos (FrB)
- Se hayan mostrado los elementos de continuidad y de cambio, a través de los factores de herencia, evolución y transformación de cada ámbito.
- Se hayan formulado propuestas interpretativas basadas en las interacciones generadas en/entre los componentes de esos ámbitos.

La síntesis del análisis desarrollado a lo largo de la tesis se puede expresar del siguiente modo:

Situación previa: reproducción de las características tradicionales de la BI

- MI: Dominio pleno de los CN
- DE: Perímetros acotados para la FE y la IFA
- MC: Continuidad de los IO y de las FBI (asesoría e intermediación)
- EF: Múltiples bancos con reducida CE y escasos eventos de FrB

Primera mutación de la banca de Inversión:

- MI: Creciente primacía de los CI y declive de los CN

- DE: Fuerte expansión de la FE y de la IFA
- MC: Nuevos IO y dos FBI más (ingeniería e inversión propia)
- EF: Grandes bancos de inversión con fuerte CE y ciertos eventos de FrB

Segunda mutación de la banca de Inversión:

- MI: Dominio pleno de los CI
- DE: Dominio de la IFA
- MC: Primacía de nuevos IO y de la inversión propia en las FBI
- EF: Núcleo de poder con grandes bancos comerciales y de inversión con enorme CE y creciente FrB que conducirá a la crisis sistémica.

2.2. Aportaciones sobre el vínculo entre finanzas y dinámica económica

Es un hecho evidente que los grandes bancos y los mercados financieros han incrementado de forma espectacular sus dimensiones y su influencia, tanto sobre los demás agentes y mercados no-financieros, como sobre la evolución general de la economía. También resulta evidente que así ha sucedido tanto en Estados Unidos como a escala mundial. Ambos hechos han dado lugar a diversas formulaciones sobre el dominio de los grandes bancos y de los mercados financieros.

Desde su propuesta inicial, el objeto de esta tesis sobre la banca de inversión se insertaba en esa temática ya que se pretendía explicar el comportamiento de unos mercados y de unas entidades financieras que eran fundamentales. Por tanto, la investigación realizada podría ser relevante para esclarecer aspectos importantes del vínculo entre las finanzas y la dinámica económica durante las últimas décadas.

Los resultados obtenidos permiten concluir que si se comparan la situación previa a 1981 con la existente en la primera década del siglo XXI se constata una transformación sustancial del vínculo entre la banca de inversión y la dinámica económica, que se concreta en el siguiente contraste:

- La situación previa presentaba dos rasgos:
 - Las características de la dinámica económica, junto con las del marco institucional, determinaban la dimensión y el funcionamiento de los bancos de inversión y de los mercados de capital.
 - La influencia de esos bancos y mercados en la dinámica económica era limitada, tanto para generar formas de financiación a las empresas como para proporcionar oportunidades de inversión financiera a los poseedores de ahorro.
- Por el contrario, el vínculo existente desde finales de los años noventa mostraba que:

- El núcleo de poder (grandes bancos comerciales y de inversión) imponía sus intereses (primacía de la función de inversión) y las oportunidades de inversión financiera dominaban la dinámica económica, dando lugar a que las burbujas especulativas (bursátil e inmobiliaria-financiera) impulsaran temporalmente el crecimiento económico.
- Los mercados de capital respondían a la primacía de las operaciones con instrumentos MBSsp-CDO-CDS.
- Simultáneamente, la concentración de crecientes riesgos financieros en esas entidades y en esos mercados aceleró la fragilidad de los balances de los grandes bancos y condujo a la crisis sistémica.

No obstante, el análisis aporta también una reflexión importante acerca de las causas por las que el dominio de los bancos de inversión no se convirtió en el factor determinante de la dinámica económica, ni condujo a una crisis general de la banca de inversión, tras la primera mutación.

En efecto, durante los años ochenta y noventa se produjeron profundos cambios institucionales (creciente desregulación) y macroeconómicos (nuevas modalidades de financiación y de inversión financiera). También hubo profundos cambios en los mercados de capital y en los bancos de inversión. Sin embargo, tales transformaciones no fueron condiciones suficientes para que se generaran situaciones graves y generalizadas de fragilidad de los grandes bancos de inversión.

El factor que posteriormente resultó determinante para que se multiplicasen e interconectasen los riesgos y, con ello, se intensificase la fragilidad financiera fue la conexión entre las actividades propias a los dos tipos de entidades y los mercados financieros.

Pero, al mismo tiempo, el surgimiento de ese factor determinante, decisivo para la segunda mutación, se explica por las condiciones contradictorias creadas por la primera mutación. Por un lado, los grandes bancos de inversión y demás operadores en los mercados de capital obtenían rentabilidades muy elevadas. Por otro lado, la vigencia de la GSA impedía que en esos mercados pudieran actuar los bancos comerciales, que eran las entidades financieras con mayores capacidades empresariales. La GLBA resolvió esa contradicción autorizando que los grandes bancos comerciales participasen en los mercados de capital, desencadenando las transformaciones que condujeron al dominio de los agentes y mercados de banca de inversión en la dinámica económica.

2.3. Aportaciones sobre la crisis sistémica

Otra evidencia reiterada por más de dos siglos de historia es que las burbujas financieras se crean bajo marcos institucionales desregulados y finalmente

desembocan en crisis financieras que arrastran a la economía hacia la recesión. Según el enfoque que vertebra esta tesis, la interpretación de una crisis tan grave como la que se produjo en 2008 puede ser explicada mediante las dos relaciones triangulares planteadas, de modo que mediante ambas articulaciones se pueden comprender tanto las condiciones de estabilidad e inestabilidad como en el tránsito de una situación a otra.

En consecuencia, como también se ha expuesto en el epígrafe anterior, los resultados obtenidos mediante esas articulaciones excluyen la formulación de explicaciones lineales y estáticas en torno a la relación de los marcos institucionales desregulados y las crisis financieras, y menos aún en el desencadenamiento de una crisis sistémica.

El predominio de los componentes informales en un marco institucional es un requisito para que aumente la inestabilidad de los mercados y con ello las innovaciones de instrumentos y operativas que terminan por incrementar los riesgos y acentuar la fragilidad de los balances. Así sucedió tras la primera mutación, que transformó sustancialmente el marco institucional, dando lugar a ciertos episodios críticos en mercados como el de los bonos fuera de grado de inversión y el de bonos titulizados, y a la quiebra de algunos bancos importantes. No obstante, como se ha insistido, pese al aumento de los riesgos y a esos episodios críticos, en ningún momento los mercados y las entidades se acercaron a una amenaza de quiebra generalizaba.

Según los resultados, la condición imprescindible para que se plasmase una amenaza de crisis sistémica, convertida después en realidad, fue la vinculación de las actividades de banca comercial y de inversión en los mercados financieros. Esa vinculación explica el espectacular crecimiento de instrumentos y operativas cuya principal finalidad era ampliar las oportunidades de inversión y de rentabilidad para los grandes bancos y otros grandes operadores que negociaban con bonos titulizados, productos estructurados y derivados OTC.

Las grandes inversiones realizadas en esos mercados amplificaron e interconectaron los riesgos financieros, a la vez que los concentraron en el núcleo de poder. En esas condiciones era inevitable que:

- se acentuase la fragilidad financiera de los balances de los operadores dominantes y, con ello, del conjunto de las entidades que realizaban banca de inversión;
- se alcanzase una acumulación-interconexión-concentración de riesgos que desencadenase una crisis sistémica, es decir la situación de quiebra generalizada de las entidades y el colapso de los mercados.

Si, finalmente, la crisis sistémica no dio paso al hundimiento de toda la estructura financiera y a la desaparición masiva de las grandes entidades y de otros miles más fue por la masiva y multifacética intervención del Estado.

3. LA AGENDA DE INVESTIGACIÓN QUE ESTIMULA LA TESIS

Como toda investigación, la elaboración de la Tesis Doctoral comporta un esfuerzo de búsqueda que persigue alcanzar unos determinados objetivos, pero al mismo tiempo también exige el reconocimiento de renunciaciones y limitaciones. Esa es la razón por la que la investigación consiste en un esfuerzo intelectual abierto y permanente, de manera que la finalización de la tesis da lugar a una nueva agenda de investigación compuesta por temas nuevos que se derivan de los resultados obtenidos y por temas pendientes que se derivan de las renunciaciones previas y de las limitaciones encontradas en el curso de la tesis.

Un primer tema surge de una limitación de la tesis es la ausencia de propuestas que permitan incorporar al análisis las microdecisiones que toman los operadores en los mercados. El enfoque institucionalista que se ha propuesto permite relacionar comportamientos agregados, pero deja de lado las características e implicaciones de los diferentes comportamientos micro. Por esa razón, no propone mecanismos que permitan enlazar las microdecisiones con los comportamientos agregados.

Un segundo tema surge de la renuncia a aplicar el enfoque institucional al período posterior a la crisis. Como se afirma al comienzo del epílogo, las hipótesis planteadas sólo se referían a hechos sucedidos hasta 2008, ya que lo sucedido después dependía del carácter discrecional con el que el Estado afrontó su intervención para rescatar a los grandes bancos. Sin embargo, queda abierta la posibilidad de contrastar en qué medida las características poscrisis de la banca de inversión han implicado una nueva transformación sustancial con respecto a la situación que condujo a la crisis.

En el mismo sentido, un tercer tema aparece con la posibilidad de aplicar el enfoque institucionalista a otras economías, como las europeas. Una posible pregunta de investigación sería determinar en qué medida las diferencias que se observaron cuando estalló la crisis y sus efectos posteriores están relacionados con las características previas de la banca de inversión y sus relaciones con el marco institucional y con la dinámica económica de los distintos países.

Otros temas de la agenda se refieren a la necesidad de profundizar en el conocimiento de la banca de inversión en Estados Unidos durante el período analizado, afrontando cómo superar tres tipos de renunciaciones explícitas de esta tesis.

Una primera necesidad es la de disponer de un conocimiento detallado del comportamiento de los grandes bancos, que la tesis no ha abordado en tres aspectos.

Por un lado, en los capítulos dos y tres se ignora la evolución de los grandes bancos comerciales ya que la vigencia de la GSA les impedía participar en la mayor parte de la actividad de banca de inversión. Sin embargo, eran las mayores entidades financieras del país por lo que resulta interesante abordar cómo se produjo su proceso de expansión y inserción en la actividad de la banca de inversión durante los años ochenta, así como conocer cómo actuaron en las reducidas parcelas de los mercados de capital en las que sí pudieron operar. De otro lado, el análisis de los bancos de inversión sólo ha detallado ciertos datos sobre ingresos, beneficios, activos y capital de cada uno de esos grandes bancos, pero una investigación más profunda desvelaría rasgos que permitirían conocer mejor las similitudes y las diferencias entre ellos. Y, de otro lado, lo mismo ocurre con los grandes bancos extranjeros con presencia en los mercados de capital estadounidenses. Se mencionan en varias ocasiones, pero se necesita un análisis que aporte conocimiento sobre su actuación y sus resultados con los que ponderar cuál fue su importancia relativa y qué similitudes y diferencias presentaban con respecto a los bancos estadounidenses.

Una segunda necesidad se refiere a la realización de mediciones que permitan efectuar ejercicios cuantitativos. La metodología del enfoque institucionalista aporta potencia explicativa a través de argumentos sólidos y articulados que se apoyan en un amplio soporte de datos empíricos. Sin embargo, esa metodología utiliza categorías cualitativas como las de “dominio” o “primacía” de unos elementos sobre otros. Así ocurre, cuando se valora la posición jerárquica entre los componentes normativos e informales del marco institucional; también en la posición de los mercados de MBS-CDO-CDS en el conjunto de los mercados de capital; y también en la posición jerárquica de la función de inversión con respecto a las otras funciones de la banca de inversión. Ciertamente, las dificultades para convertir esas categorías en variables e indicadores son numerosas y fuertes, en algunos casos insalvables, debido tanto a la falta de cierta información estadística como a las características de otra parte de la misma. Sin embargo, el esfuerzo por superar en lo posible alguna de esas dificultades puede contribuir a proporcionar estudios con mediciones más afinadas que mejoren el contenido cuantitativo del análisis y permitan pruebas de contraste sobre las relaciones entre variables.

La tercera necesidad es la de insertar directamente en el análisis el plano internacional. Es evidente que los mercados de capital estadounidenses están plenamente internacionalizados, que en ellos actúan multitud de operadores extranjeros y que su evolución está condicionada por lo que sucede en los mercados de otros países. Del mismo modo, los grandes operadores americanos actúan a escala mundial y los mercados americanos influyen notablemente en los demás mercados de capital. Por tanto, se necesita estudiar bien esos vínculos de doble dirección entre agentes y mercados nacionales y extranjeros para conocer mejor cómo se desarrolla la actividad de banca de inversión en Estados Unidos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian T. y Shin H. (2008a): "Liquidity and leverage", *Working Paper*, Federal Reserve Bank of New York y Princeton University.
- Adrian T. y Shin H. (2008b): "Liquidity and financial contagion", *Banque de France Financial Stability Review*, Special Issue on Liquidity, 11, 1-7.
- Aglietta M. (1979): *Regulación y crisis del capitalismo*, Siglo XXI, Madrid.
- Aglietta M. (2001a): *Macroéconomie financière: Finance, croissance et cycles*, La Découverte, París.
- Aglietta M. (2001b): "Systèmes financiers et régimes de croissance", *Revue d'Economie Financière*, 61, 83-115.
- Altman E. (1987): *Investing in junk bonds: inside the high yield debt market*, John Wiley and Sons, New York.
- Amable B., Ernst E. y Palombarini S. (2005): "How do financial markets affect industrial relations: an institutional complementarity approach", *Socio-Economic Review*, 3(2), 311-330.
- Antoncic M. (2010): Interview by FCIC, July 14, en FCIC (2011), 1:43, 4; y 1:45-62, 79-80
- Arestis P. y Eichner A. (1998): "The Post-Keynesian and Institutional Theory of Money and Credit", *Journal of Economic Issues*, 22, 1003-1021.
- Arestis P. y Karakitsos E. (2004): *The Post Bubble US Economy*, Palgrave, Londres.
- Arestis P., Ferreiro J y Serrano F. (eds.)(2006): *Financial Developments in National and International Markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire.
- Arestis P., Nissanke M. y Stein H. (2003): "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization." *Working Paper 377*, Levy Economics Institute, Nueva York.
- Ashcraft A. y Schuermann T. (2008); "Understanding the securitization of *subprime* mortgage credit", *Staff Report*, 318, Federal Reserve Bank of New York.
- Atkinson G. y Whalen Ch. (2011): "Futurity: Cornerstone of Post-Keynesian Institutionalism", en Ch. Whalen (ed.), *Financial Instability and Economic Security after the Great Recession*, Edward Elgar, Cheltenham, 53-75.
- Bair S. (2012): *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, Free Press, Nueva York.
- Baker D. (2008): "The housing bubble and the financial crisis", *Real-world Economics Review*, 46, 73-81.
- Bakir C. (2013): *Bank Behaviour and Resilience: The Effect of Structures, Institutions and Agents*, Palgrave, MacMillan, Nueva York.
- Bellamy F. y Magdoff, F. (2009): *La gran crisis financiera*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- Bellofiore R. (1985): "Money and Development in Schumpeter", *Review of Radical Political Economics*, 17(1-2), 21-40.

- Bellofiore R. y Ferri, P. (eds.) (2001): *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Benston G. (1990): *The separation of Commercial and Investment Banking: the Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*, Oxford University Press, Nueva York
- Bergsten C. (ed.) (2005): *The US and the World Economy Foreign Economic Policy for the Next Decade*, Institute for the International Economics, Washington.
- Blanchard O. et al. (2005): "International Investors, the U.S. Current Accounts, and the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.
- Blinder A. y Yellen J. (2001): *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*, The Century Foundation Press, Nueva York.
- Blinder A. y Graham V. (2014): *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. Grand Haven, MI.
- Bloch E. (1989): *Inside Investment Banking*, Irwin Professional Publishing, New York.
- Block F. y Keller M. (2011): *State of Innovation: The U.S. Government's Role in Technology Development*. Paradigm Publishers, Boulder, CO.
- Blundell-Wignall A. (2008): "The Subprime crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options, Financial Market Trends," 94 (1), OECD, París.
- Bookstaber R. (2007): *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation*, John Wiley and Sons, New Jersey.
- Boyer R. (2000): "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, 29 (1), 111-145.
- Boyer R. (2005): "Coherence, diversity, and the evolution of capitalisms – The institutional complementarity hypothesis, Evolutionary and Institutional", *Economic Review* 2(1), 43-80.
- Brazelton W. (1981): "Post-Keynesian Economics: An Institutional Compatibility?", *Journal of Economic Issues*, 15(2), 531–542.
- Brazelton W. y Whalen Ch. (2011): "Towards a Synthesis of Institutional and Post Keynesian Economics", en Ch. Whalen (ed.), *Financial Instability and Economic Security after the Great Recession*, Edward Elgar, Cheltenham, 28–52.
- Brenner R. (2002): *La expansión económica y la burbuja bursátil*, Akal, Madrid.
- Brenner R. (2009): *What is Good for Goldman Sachs is Good for America – The origins of the Present Crisis*. Centre for Social Theory and Comparative History, University of California, Los Angeles.
- Bruck C. (1989): *The Predator's Ball: The Inside Story of Drexel Burham and the Rise of the Junk Bond Raiders*, Penguin Books, Nueva York
- Brunhoff S. et al. (2006): *La finance capitaliste*, Presses Universitaires Françaises, Paris.
- Buiter W. (2007): "Lessons from the 2007 financial crisis", *CEPR Discussion Paper* DP6596, Center for Economic Policy Research.
- Burns H. (1974): *The American Banking Community and New Deal Banking Reforms, 1933-1935*, Greenwood Press, Westport, CT.

- Cairncross F. y Cairncross A. (eds.) (1992): *The Legacy of the Golden Age – The 1960s and their Economic Consequences*, Routledge, Londres.
- Calomiris Ch. (2000): *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge University Press, Nueva York.
- Capatides M. (1992): *A guide to the Capital Markets Activities of Banks and Bank Holding Companies*, Bowne & Co, Nueva York
- Carlson, Mark (2007): "A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response", Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Carpenter D. y Murphy M. (2010): "Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under Glass-Steagall Act (GSA) and the Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA), *Congressional Research Service report*, R4181, Washington.
- Case K., et al. (2003): "Is There a Bubble in the Housing Market?", *Brookings Papers on Economic Activity*.
- CBSB (1996): *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*. <http://www.bis.org/publ/bcbs24.htm>
- CBSB. 1988. *International convergence of capital measurement and capital standards (updated to April 1998)*. <http://www.bis.org/publ/bcbsc111.htm>.
- Chacko G. et al (2006): *Credit Derivatives*, Wharton School, Filadelfia.
- Chasse J. (1991): "John R. Commons and John Maynard Keynes: Two Philosophies of Action", *Journal of Economic Issues*, 25(2), 441–448.
- Chesnais F. (2006): "*La prééminence de la finance au sein du «capital en général», le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital* ", en S. Brunhoff. *et al.* (2006), *La finance capitaliste*, Presses Universitaires Françaises, Paris.
- Chesnais F. (2009): "Putting «financialisation» in its correct place: the truly global and historical nature of the crisis", *seminario Marxist analyses of the global crisis*, International Institute for Research and Education), Amsterdam, 2-4 Octubre.
- Chesnais F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos*, Losada, Buenos Aires.
- Chesnais F. y Plihon D. (coord.) (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Cifuentes R., Ferrucci G. y Shin H. (2005): "Liquidity risk and contagion", *Working Paper* 264, Bank of England.
- Cline W (2005): *The US as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, Centre for Global Development, Washington.
- Coffee J. (2009): What Went Wrong? A Tragedy in Three Acts, *University of St. Thomas Law Journal*, Volume 6 Issue 2 Winter 2009 Article 8, 403-420.
- Cohan W. (2012): *Money and Power: How Goldman Sachs Came to Rule the World*, Anchor, Nueva York.
- Commons J. (1924): *Legal Foundations of Capitalism*, Macmillan, Nueva York.

- Commons J. (1934): *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*, Macmillan, Nueva York.
- Commons J. (1950): *The Economics of Collective Action*, Macmillan, Nueva York.
- Cooper G. (2008): *The origins of Financial Crisis. Central Banks, Credit bubbles and the Efficient Market Falacy*, Harriman House, Hampshire, UK.
- Cornwall J. (1977): *Modern Capitalism: its Growth and Transformations*, Martin Robertson, Oxford.
- Correa E. y Vidal G. (2012): "Financialization and Global Financial Crisis", *Journal of Economics Issues*, XLV (2), 541-558
- Council of Economic Advisers of the President (CEA) (varios años): *Economic Report*, Washington.
- Crotty J. (1990): "Keynes on the Stages of Development of the Capitalist Economy: The Institutional Foundation of Keynes's Methodology", *Journal of Economic Issues*, 24(3), 761-780
- Crotty J. (2005): "The Neoliberal Paradox. The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", en G. Epstein (ed.) *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Londres, 77-110.
- Crotty J. (2009): "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'", *Cambridge Journal of Economic*, 33, 563-80.
- Crotty J. y Epstein G. (2008a): *The Costs and Contradiction of the Lender-of-Last Resort Function in Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007-2008*, Political Economy of Research Institute, Mass.
- Crotty J. y Epstein G. (2008b): "Proposals for Effectively Regulating and U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown", *Working Paper Series* 181, Political Economy Research Institute.
- Curry, T. y Shibut L. (2000): "The Cost of the Savings and Loan Crisis", *FDIC Banking Review*, 13(2), 26-35.
- D'Arista J. y Schlesinger T. (1993): "The Parallel Banking System", *Briefing Paper*, 37, Economic policy Institute.
- Dab S. (1992) : *La débâcle des caisses d'épargne américaines*, Editions de l'Université de Bruxelles, Bruselas.
- Dallery T. (2009): "Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization", *The Review of Radical Political Economics*, 41(4), 492-515.
- De Grauwe P. (1988): "The October Stock Market Crash. Some Policy Implications", *CEPS Working Document*, 37.
- Dillard D. (1980): "A Monetary Theory of Production: Keynes and the Institutionalists", *Journal of Economic Issues*, 14(2), 255-273.
- Dillard D. (1987): "Money as an institution of capitalism," *Journal of Economic Issues*, 21 (4), 1623- 1647.
- Dosi G. (1988), "Institutions and Markets in a Dynamic World", *Manchester School of Economics and Social Studies*, 56(2), 119-46.

- Dosi G. et al. (1990): *The Economics of Technical Change and International Trade*, Harvester Wheatsheaf, Londres.
- Dosi G. y Lovalló D. (1997): "Rational Entrepreneurs or Optimistic Martyrs? Some considerations on Technological Regimes, Corporate Entries and the Evolutionary Role of Decision Biases" en Garud et al. (eds), *Technological Innovation: Oversights and Foresights*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Duménil G. y Lévy D. (2006): "La finance capitaliste : rapports de production et rapports de classe", S. Brunhoff et al., *La finance capitaliste*, Presses Universitaires Françaises, París.
- Duménil G., y Lévy D. (2011): *The crisis of neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Dymski G. (1988): "A Keynesian Theory of Bank Behavior", *Journal of Post Keynesian Economics*, 10(4), 499-526.
- Dymski G. (1993): "Keynesian Uncertainty and Asymmetric Information: Complementary or Contradictory?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(1), 49-54.
- Dymski G. (1994a): "Asymmetric Information, Uncertainty, and Financial Structure: 'New' versus 'Post' Keynesian Microfoundations", en G. Dymski y R. Pollin, *New Directions in Monetary Macroeconomics: Essays in the Tradition of Hyman P. Minsky*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 77-103.
- Dymski G. (1994b): "The Costs and Benefits of Financial Instability: Big-Government Capitalism and the Minsky Paradox," en G. Dymski y R. Pollin, *New Directions in Monetary Macroeconomics: Essays in the Tradition of Hyman P. Minsky*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 369-401.
- Dymski G. (1996): 'Kalecki's monetary economics', en J. King (ed.), *An Alternative Macroeconomic Theory: The Kaleckian Model and Post-Keynesian Economics*, Kluwer, Boston, 115-40.
- Dymski G. (1998): "The Evolution of U.S. Bank Behavior: Five Strategies, 1935 to 1998", *Discussion Paper Series*, 6, The Institute of Economic Research, Chuo University, Tokyo.
- Dymski G. (1999): *The Bank Merger Wave: The Economic Causes and Social Consequences of Financial Consolidation in the United States*, Sharpe, Inc., Armonk NY.
- Dymski G. (2002): "Post-Hegemonic U.S. Economic Hegemony: Minskian and Kaleckian Dynamics in the Neoliberal Era", *Journal of the Japanese Society for Political Economy*, 39, 247-264.
- Dymski G. (2010): "Why the Subprime Crisis is Different: A Minskyian Approach", *Cambridge Journal of Economics*, 34(2), 239-55.
- Dymski G. (2011a): "Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail Policy and Banking Strategy in the US", University of California, Riverside, junio.
- Dymski G. (2011b): "The Global Crisis and the Governance of Power in Finance", *World Review of Political Economy*, 2(4), 581-602.

- Dymski G. (2011c): "On the Possible Replacement of the Efficient-Market Hypothesis: Social Efficiency as a 'Thick' Approach to Financial Policy", en P. Arestis y M Sawyer (eds), *New Economics as Mainstream Economics*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 77-115.
- Dymski G. (2012): "Can the US Economy Escape the Law of Gravity? A Minsky-Kalecki Approach to the Crisis of Neoliberalism", en K. Yagi et al., *The Crisis of 2008 and the Future of Capitalism*, Routledge, Londres, 222-253.
- Dymski G. y Pollin R. (1992): "Minsky as hedgehog: the power of the Wall Street paradigm", en S. Fazzari y D. Papadimitriou (eds.), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Sharpe, Armonk, New York, 27-61.
- Dymski G. y Pollin, R. (eds) (1994): *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, University of Michigan Press, Detroit.
- Eaton D. (1995): "The Commercial Banking-Related Activities of Investment Banks and Other Nonbanks" *Emory Law Journal*, 44(3): 1187-1226.
- Eatwell J. y Taylor, L. (2000): *Global Finance at Risk*, Polity Press, Cambridge.
- Ellis K. y O'Hara, M. (2000): "When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket", *The Journal of Finance*, 55 (3), 1039-1074.
- Epstein G. (1992): "Political Economy and Comparative Central Banking", *Review of Radical Political Economics*, 24(1), 1-30.
- Epstein G. (ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Londres.
- Epstein G. et al (2004): *Banking, Monetary Policy, and the Political Economy of the financial regulation*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Epstein G. y Pollin R. (2011): "Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible", *Working Paper Series 256*, Political Economy Research Institute.
- Epstein, G. (2010): "The Volcker Rule: The implementation issues and study guide, *Policy Brief 24*, Levy Institute.
- ECB (2009), European Central Bank: Credit default swaps and counterparty risk, ISBN 978-92-899-0454-4 (online), disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>.
- Fazzari S. y Papadimitriou D. (eds.) (1992): "Financial Conditions and Macroeconomic Performance", *Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Sharpe, Armonk, New York, 27-61.
- FASB (2010): Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No. 157 Fair Value Measurements disponible en: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175823288587&blobheader=application/pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>
- FDIC (1997): History of the Eighties – Lesson for the Future, 2 vol., FDIC, Washington.

- FDIC (2000): *An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s Chapter 4: The Savings and Loan Crisis The Savings and Loan Crisis and Its Relationship and Its Relationship to Banking to Banking*, FDIC, <https://www.fdic.gov/bank/historical/history/vol1.html>
- Federal Reserve Bank of New York (2011): Developing Metrics for the Four Largest Securities Firms, disponible en: <http://fcic.law.stanford.edu/resource/index/page:99/Search.Videos:1/Search.Documents:1/Search.Interviews:1/Search.endmonth:02/Search.endyear:2011>
- Federal Reserve Systems (FRS) (varios años): *Financial Accounts of the U.S.*, FRS, Washington, www.federalreserve.gov/releases/z1/
- Feiwel G. (1975): *The Intellectual Capital of Michal Kalecki: A Study in Economic Theory and Policy*, University of Tennessee Press, Knoxville.
- Fernández-Huerga E. (2008): "The Economic Behavior of Human Beings: The Institutional/Post Keynesian Model", *Journal of Economic Issues*, 43(3), 709–726.
- Ferreiro, J., Peinado P. y Serrano F. (2013): "Global imbalances as constraints to the economic activity in the World economy", en Arestis P. y Sawyer M. (eds), *Economic Policies, Governance and the New Economics*, Palgrave Macmillan, Basingtore, 122-164.
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) (2011): *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Public Affairs, Nueva York.
- Fleuriet M. (2008): *Investment banking explained: an insider's guide to the industry*, McGraw-Hill, New York.
- Fligstein N. y Shin T. (2007): "Shareholder Value and the Transformation of the US Economy, 1984-2000", *Sociology Forum*, 22, 399-424.
- Foster J. y Holleman H. (2010): "The financial power elite", *Monthly Review*, 62(1), 1-19.
- Fox J. (2009): *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business, Nueva York.
- Frankel J. y Orszag P. (eds.) (2002): *American Economic Policy in the 1990s*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Freeman Ch. y Pérez, C. (1988): "Structural crises of adjustment, business cycles and investment behavior", en G. Dosi et al. (eds.), *Technical Change and Economic Theory*, Pinter, Londres, 38–66.
- Freeman Ch. y Soete L. (1997): *The Economics of Industrial Innovation*, Pinter, Londres.
- Galbraith J. (1969): *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, Boston.
- Galbraith J. (2001): *The essential Galbraith*, en A. Williams (sel. y ed.), Houghton Mifflin, Boston.
- Galbraith J. (1984): *El crac del 29*, Ariel, Barcelona.
- GAO: (2009) *Hedge Funds Overview of Regulatory Oversight, Counterparty Risks, and*

- Investment Challenges* United States General Accounting Office Report to Congressional Committees: <http://www.GAO.gov/new.items/d09677t.pdf>
- GAO: (2007) *FINANCIAL MARKET REGULATION: Agencies Engaged in Consolidated Supervision Can Strengthen Performance Measurement and Collaboration* United States General Accounting Office Report to Congressional Committees: <http://www.gao.gov/products/GAO-07-154>.
- GAO (1992): *Securities Firms: Assessing the Need to Regulate Additional Financial Activities*. United States General Accounting Office Report to Congressional Committees. <http://www.gao.gov/assets/160/151694.pdf>.
- Gatti D., Gallegati M. y Minsky H. (1994): "Financial Institutions, Economic Policy, and the Dynamic Behavior of the Economy", *Working Paper* 126, Levy Economics Institute.
- Geisst, Ch. (2012): *Wall Street: A History, Updated Edition*, Oxford University Press, Oxford.
- Goldberg L. (2003): *The Deregulation of the Banking and Securities Industries*, Beard books, Nueva York.
- Goodhart C. (2008): "The background to the 2007 financial crisis", *International Economics and Economic Policy*, 4(4), 331–346.
- Gustafsson S. (ed.) (1991): *Power and Economic Institutions*, Edward Elgar, Aldershot.
- Hager S. (2012): "Investment Bank Power and Neoliberal Regulation: From the Volcker Shock to the Volcker Rule", en Overbeek H. y Apeldoorn B. (eds), *Neoliberalism in Crisis*, Palgrave Macmillan, 68-92.
- Hale G. y Santos J. (2009): "Do Banks Price Their Informational Monopoly?", *Journal of Financial Economics*, 93(2), 185-206.
- Hall P. y Gingerich D. (2004): "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis", *MPIfG Discussion Paper* 04/5, Max Planck Institute for the Study of Societies.
- Hall P. y Taylor R. (1996): "Political Science and the Three New Institutionalisms", *Political Studies*, 44, 936-57.
- Hall P. y Soskice D. (eds.) (2001): *Varieties of Capitalism. The institutional foundations of comparative advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Hardouvelis G. (1988): "Evidence of Stock Market Speculative Bubbles: Japan, The United States, and Great Britain", *Quarterly Review Federal Reserve Bank of New York*, 13(2), 4-16.
- Hein E. (2012): *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism—And its Crisis*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Hein E. y Stockhammer E. (eds) (2011): *Approaches to Financial Crisis. A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Hein E. y van Treeck T. (2010): "Financialisation and Rising Shareholder Power in Kaleckian/ Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth", *Review of Political Economy*, 22, 205–233.

- Hendrickson J. (2001): "The long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation, *American Journal of Economics and Sociology*, 60(4), 848-879.
- Herring R. y Schuermann T. (2003): "Capital Regulation for Position Risk in Banks, Securities Firms and Insurance Companies", en *H. Scott (ed.) Capital Adequacy: Law, Regulation, and Implementation*, Oxford University Press. 15-86.
- Hilferding R. (1910-1973): *El Capital Financiero*, Tecnos, Madrid.
- Hodgson G. (1998): "The Approach of Institutional Economics", *Journal of Economic Literature*, 36, 166-92.
- Hodgson G. (1999): *Evolution and Institution*, Edward Elgar, Northampton, MA.
- Hodgson G. (2004): *The Evolution of Institutional Economics. Agency, Structure and Darwinism in American Institutionalism*, Routledge, Londres.
- IMF (2013): *What Is Shadow Banking? Many financial institutions that act like banks are not supervised like banks*, International Monetary Fund , Finance and Development:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>
- Jarsulic M. (2010). *Anatomy of a financial crisis: a real estate bubble, runaway credit markets, and regulatory failure*. New York, N.Y., Palgrave Macmillan.
- Jensen M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jorion P (2009): Risk management lessons from the Credit Crisis. *European Financial Management*, 15, 5, 923-933.
- Kalecki M. (1943): *Studies in Economic Dynamic*, G. Allen & Unwin, Londres.
- Kalecki M. (1971a): *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Kalecki M. (1971b): "Class struggle and the distribution of national income", *Kyklos*, 24 (1), 1-9.
- Keller R. (1983): "Keynesian and Institutional Economics: Compatibility and Complementarity?", *Journal of Economic Issues*, 17(4): 1087-1095.
- Kennedy S (1973): *The Banking Crisis of 1933*, University Press of Kentucky, Lexington.
- Keynes J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres.
- Keynes, J. (1937): "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, 51(2): 209-223.
- Kindleberger Ch. (2009): *La crisis económica 1929-39*, Capitán Swing, Madrid.
- King J. (ed.) (1996): *An Alternative Macroeconomic Theory: The Kaleckian Model and Post-Keynesian Economics*, Kluwer, Boston,
- Komai A. y Richardson G. (2014): "A History of Financial Regulation in the USA from the Beginning until Today: 1789 to 2011." In *Handbook of Financial Data and Risk Information I*. Vol. 1. Cambridge University Press.

- Kregel J. (2004): "Fragilidad financiera e inestabilidad económica", en E. Correa y A. Girón (coords.), *Economía Financiera Contemporánea*, tomo III, Miguel Angel Porrúa, México.
- Kregel J. (2008a): "Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. *Subprime* Mortgage Market, *Public Policy Brief* 93, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Kregel J. (2008b): Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. *Subprime* Mortgage Market, *International Journal of Political Economy*, 37(1), 3-23.
- Kregel J. (2009): It's That "Vision" Thing. Why the Bailouts Aren't Working, and Why a New Financial System Is Needed, *Public Policy Brief*, nº 100, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Krinsman A. (2007): *Subprime* mortgage melt down: how did it happen and how will it end? *Journal of Structured Finance*, 13(2), 13-19.
- Krippner G. (2005): "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Krugman P. (1997): *The Age of Diminished Expectations, Third Edition: U.S. Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Kuznets S. (1955): "Economic Growth and Income Inequality". *American Economic Review*, 45, 1-28.
- Kuznets S. (1968): *Toward A Theory Of Economic Growth*, Norton & Co, Nueva York.
- Lavoie M. (2005): *La economía postkeynesiana: un antídoto contra el pensamiento único*, Icaria, Barcelona.
- Lavoie M. (2008): "Financialisation issues in a Post-Keynesian stock-flow consistent model", *European Journal of Economics and Economic Policies*, 5(2), 331-356
- Lavoie M. y Seccareccia M. (2001): "Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?", en R. Bellofiore y P. Ferri (eds): *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II*, Edward Elgar, Cheltenham, 76-96
- Lazonick W. y O'Sullivan M. (2000): "Maximizing Shareholder Value. A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29(1), 13-35.
- Lerner J. (2006): "The new financial thing: The origins of financial innovations", *Journal of Financial Economics*, 79(2), 223-255.
- Levin C. et al. (2011): Wall Street And The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse, Permanent Subcommittee On Investigations United States Senate disponible en:
http://www.hsgac.senate.gov//imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2
- Lewis M. (1989): *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on wall Street*, Norton, Nueva York.
- Lewis M. (2010): *The Big Short: Inside the Doomsday Machine.*, Print book, New York.
- Lowenstein R. (2000): *When Genius Failed: the Rise and Fall of Long-term Capital Management*, Random House, Londres.

- Lowy M. (1991): *High Rollers: Inside the Savings and Loan Debacle*, Praeger, Nueva York.
- Macey J. (2000): "The Business of Banking Before and After Gramm-Leach-Bliley", *Journal of Corporation Law*, 25(4), 691-722.
- Mah-Hui Lim M. (2008): "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis- Causes and Consequences", *Working Paper 532*, Levy Economics Institute.
- Mallaby S. (2010): *More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*, Penguin Press, Nueva York.
- Marangos J. y Whalen Ch. (2011): "Evolution without Fundamental Change: The Washington Consensus on Economic Development and Its Significance for Post Keynesian Institutionalism", en Ch. Whalen (ed.), *Financial Instability and Economic Security after the Great Recession*, Edward Elgar, Cheltenham, 153-178.
- Markose S. et al. (2012): "Too interconnected to fail' financial network of US CDS market: Topological fragility and systemic risk", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 83, Issue 3, 627-646.
- Marglin S. y Schor J. (eds) (1990): *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the postwar experience*, Clarendon Press, Oxford.
- Markey E. (1990): "Why Congress Must Amend Glass-Steagall: recent Trends in Breaching the Wall Separating Commercial and Investment Banking", *New England Law review*, 25(2), 457-475.
- Markham J. (2002): *A Financial History of the US*, Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Markham J. (2010). *A Financial History of the United States: From Enron-Era Scandals to the Subprime Crisis*. Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Martin M. (1993): *Nightmare on Wall Street: Salomon Brothers and the Corruption of the Markerplace*, Simon & Schuster, Nueva York.
- Mason J. y Rosner, J. (2007a): "How resilient are mortgage backed securities to collateralized debt obligation market disruptions?", *Criterion Economics*, February 15, <http://criterioneconomics.com/docs/20070215%20Mason-Rosner%20>
- Mason J. y Rosner, J. (2007b): "Where did the risk go? How misapplied bond ratings caused mortgage backed securities and collateralized debt obligation market disruptions?", *Criterion Economics*, May 14: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2007/08/PLUS24-mason-rosner-140507paper.pdf?cmd%3Dart>
- Masood O. (2009): "Balance sheet exposures leading toward the credit crunch in global investment banks", *Journal of Credit Risk*, 5(2), 57-76.
- Matthews J. (1994): *Struggle and Survival on Wall Street: The Economics of Competition among Securities Firms: The Economics of Competition among Securities Firms*. Oxford University Press, Oxford.
- Mayer J. y Marano T. (2007): "Fixed Income Overview", *Bear Stearns*, March 29, disponible en: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2007-03-29%20Bear%20Stearns%20Fixed%20Income%20Overview.pdf

- Mazzucato M. (2013): "Financing Innovation: Creative Destruction vs. Destructive Creation", *Industrial and Corporate Change*, 22(4): 869-901.
- Mazzucato M. y Wray R. (2015): "Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis", *Working Paper* 837, Levy Economics Institute.
- McCulley (2009): The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey, *Research Foundation of CFA Institute*, No. 5, 257-268.
- McLean B. y Nocera J. (2010): *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis*, Penguin, Nueva York.
- Mian A. y Safi M. (2014): *House of debt*, The Chicago University Press, Chicago.
- Mikler J. (ed) (2013): *The Handbook of Global Companies*, Wiley-Blackwell, Nueva Jersey.
- Milberg, W., y Winkler, D. (2010): "Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA", *Cambridge Journal of Economics*, 34(2), 275-293.
- Minsky H. (1969): "Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice", *The Journal of Finance*, 24(2), 223-228.
- Minsky H. (1974): "The Modeling of Financial Instability: An Introduction," Modeling and Simulation", en *Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference*, 5, 267-272.
- Minsky H. (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, Nueva York.
- Minsky H. (1982): *Can 'It' Happen Again? Essays in Instability and Finance*, Sharpe, Armonk, NY.
- Minsky H. (1986a): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Minsky H. (1986b): "Global consequences of financial deregulation", *he Marcus Wallenberg Papers on International Finance*, 2(1), 1-19.
- Minsky H. (1986c): "The evolution of financial institutions and the performance of the economy", *Journal of Economic Issues*, 20(2), 345-353.
- Minsky H. (1986d): "Money and crisis in Schumpeter and Keynes" en H-J Wagener y J. Drukker (eds.), *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes Schumpeter Centennial*, Cambridge University Press, Cambridge UK, 112-122.
- Minsky H. (1990): "Schumpeter: Finance and Evolution", en A. Heertje y M. Perlman (eds.), *Evolving Technology and Market Structure*, University of Michigan Press, 51-74.
- Minsky H. (1992a): "The Financial Instability Hypothesis", *Working Paper* 74, Levy Economics Institute.
- Minsky H. (1992b): "Reconstituting the United States' financial structure: some fundamental issues", *Working Paper* 69, Levy Economics Institute.
- Minsky H. (1992c): "The capital development of the economy and the structure of financial institutions", *Working Paper* 72, Levy Economics Institute.
- Minsky H. (1993): "Finance and Stability: The Limits of Capitalism", *Working Paper* 93, Levy Economics Institute.

- Minsky H. (1996): "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economy", *Journal of Economic Issues*, 30(2), 357–368.
- Minsky H. y Whalen Ch. (1997): "Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites of Successful Capitalism", *Journal of Post-Keynesian Economics* 19(2), 155–170.
- Mitchell W. (1913): *Business Cycles*, University of California Press, Berkeley, CA.
- Mitchell W. (1927): *Business Cycles: The Problem and Its Setting*, National Bureau of Economic Research, New York.
- Mitchell W. (1967): *Types of Economic Theory from Mercantilism to Institutionalism*, ed. J. Dorfman, 2 vol., Augustus M. Kelly, Nueva York.
- Montecino J. y Epstein G. (2015): "The Political Economy of QE and the Ted: ¿Who Gained, Who Lost and Why Did it End?", *Working Paper* 408, Political Economy Research Institute.
- Morrison A. & Foerster W (2009): "FAQs Frequently Asked Questions. Raising Capital, Domestic and International Issues", Command Financial, http://www.commandfinancial.com/sites/default/files/75508Vol1Cover_eBlue_1107170536%20book_0.pdf.
- Morrison A y Wilhelm W. (2007): Investment Banking: Past, Present, and Future. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (1). pp. 42-54.
- Mott T. (1982): "Kalecki's Principle of Increasing Risk: The Role of Finance in the Post-Keynesian Theory of Investment Fluctuations", PhD dissertation, Stanford University Press, Stanford.
- Mouhoud M. (2013): *Mondialisation et delocalization des entreprises*, La Découverte, París.
- Myrdal G. (1953): *The Political Element in the Development of Economic Theory*, Routledge, Londres.
- Myrdal G. (1957): *Economic Theory and Underdeveloped Regions*, Duckworth, Londres.
- Myrdal G. (1970): *The Challenge of World Poverty*, Pantheon Books, Nueva York.
- Nelson R. y Winter S. (1982): *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Belknap Press of Harvard University Press. Cambridge.
- Nersiyani Y. (2015): "The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Federal Reserve's Extraordinary Intervention during the Global Financial Crisis", *Working Paper* 829, Levy Economics Institute.
- Niggle C. (2006): "Evolutionary Keynesianism: A Synthesis of Institutional and PostKeynesian Macroeconomics", *Journal of Economic Issues*, 40(2), 405–412.
- Nissanke M. y Stein H. (2003): "Financial Globalization and Economic Development: Toward an Institutional Foundation", *Eastern Economic Journal*, 29(2), 287-308.
- Olson J. (1988): *Saving Capitalism: The Reconstruction Finance Corporation and the New Deal, 1933-1940*. Princeton University Press, Princeton.

- Omarova S. (2011): "From Gramm-Leach-Bliley to Dodd-Frank: The unfulfilled Promise of Section 23A of the Federal Reserve Act", *North Carolina Law Review*, 89, 1683-1769.
- Onaran Ö., Stockhammer E. y Grafl L. (2009): "The finance-dominated growth regime, distribution, and aggregate demand in the US", Department of Economics Working Papers, 126, Vienna University of Economics, Department of Economics.
- Onaran Y. y Pierson, D. (2008): "Banks' *subprime* market-related losses, capital raised: table", Bloomberg.com, August 20, www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aSA5c5wow9mc (accessed 21 August 2008).
- Orhangazi O. (2008): *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Orléan A. (1999): *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- Palazuelos E. (2015): *Economía política mundial*, Akal, Madrid.
- Palazuelos E. (2000): *Estructura económica de Estados Unidos. Crecimiento económico y cambio estructural*, Síntesis, Madrid.
- Palazuelos E. (2002): "Estados Unidos: esplendor y oropel de la 'Nueva Economía'. Del auge a la recesión", en E. Palazuelos y M^a J. Vara, *Grandes áreas de la economía mundial*, Ariel, Barcelona, 67-100.
- Palazuelos E. (2010): "El agotamiento del modelo de crecimiento 1981-2009", en E. Correa y A. Palazuelos (eds), *Opacidad y hegemonía en la crisis global*, La Catarata, Madrid, 93-120.
- Palazuelos E. (2011): "La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: vendrán tiempos peores", en P. J. Gómez (ed.), *Economía política de la crisis*, Ed. Complutense, Madrid, 117-144.
- Palazuelos E. (coord.) (1986): *Las economías capitalistas durante el período de expansión (1945-1970)*, Akal, Madrid.
- Palermo G. (2000): "Economic Power and the Firm in NIE: Two Conflicting Problems", *Journal of Economic Issues*, 34(3), 573-601.
- Palley T. (2007): "Financialization. What it Is and Why it Matters", *Working Paper Series*, 153, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- Papadimitriou D. y Wray R. (1998): "The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform", *Review of Political Economy*, 10, 199-225.
- Papadimitriou D., Hannsgen G. y Zezza G. (2007): *Cracks in the Foundations of Growth. What Will the Housing Debacle Mean for the U.S. Economy*, Public Policy Brief, nº 90, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Papadimitru D. y Hannsgen G. (2010): "Debts, Deficits, Economic Recovery, and the U.S. Government", *Public Policy Brief* 114, Levy Economics Institute of Bard College.

- Papaioannou G. (2010): "Commercial banks in underwriters and the decline of the independent investment bank model", *Journal of International Business & Law*, 9(1), 79-104.
- Parenteau R. (2006): "US Household Deficit Spending", *Public Policy Brief*, 88, Levy Economics Institute.
- Parodi C. (2009): "Las Crisis Financieras: Un Marco Conceptual", *Documento de discusión* DD/09/16, Centre Investigación de la Universidad del Pacífico,
- Partnoy F. (1997): "Financial derivatives and the costs of regulatory arbitrage", *The Journal of Corporation Law*, 22(2), 211-220.
- Partnoy F. (2003): *Codicia Contagiosa*, El Ateneo, Buenos Aires.
- Patrick S. (1993): *Reform of the Federal Reserve System in the Early 1930s: The Politics of Money and Banking*, Garland Publishing, Nueva York.
- Patterson S. (2011): *The Quants: How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It*, Crown Business, Nueva York. 2010.
- Pelikan P. (2014): "Towards a Conceptually Precise and Logically Consistent Synthesis of Evolutionary and Institutional Economics for Safe Policy Applications", Preliminary for presentation at the Workshop on Explaining Economic Change, Sapienza University of Rome, noviembre.
- Perez C. (2002): *Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Perkins E. (1971): "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History", *Banking Law Journal*, 88 (6): 483-528.
- Peterson W. (1977): "Institutionalism, Keynes and the Real World", *Journal of Economic Issues*, 11(2), 201-221.
- Peterson W. (1987): "Macroeconomic theory and policy in an institutionalist perspective", *Journal of Economic Issues*, 21(4), 1587-1621.
- Peterson C. (2007): *Subprime mortgage market turmoil – examining the role of securitization*, comparecencia ante el Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, del Senado US, 17 de abril, www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110shrg50315/html/CHRG-110shrg50315.htm
- Phillips K. (2008): *Bad Money, Reckless Finance, Failed Politics and the Global Crisis of American Capitalism*, Viking Adult, Nueva York
- Pitt H. y Williams J. (1983): "The Convergence of Commercial and investment Banking: New Directions in the Financial Services Industry", *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 5(2), 137-193.
- Plihon D. (2004): *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, Paris.
- Polanyi K. (1997): *La gran transformación*. La piqueta, Madrid.
- Pozsar Z. et al. (2013): "Shadow Banking," *Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York)*, 19(2), 1-16.
- Ratujczak M. (2011): "The Financialization of the economy, Views from the Institutional Perspective", *Economics*, 3(15), 200-210.
- Reilly D. (2008): "FASB signals stricter rules for Banks' loan vehicles", *Wall Street Journal* 2 mayo.

- Reinicke W. (1995): *Banking, politics and Global Finance: American Commercial Banks and Regulatory Change, 1980-1990*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Rhee R. (2009): "The decline of investment banking: preliminary thoughts on the evolution of the industry 1996-2008", *Journal of Business & Technology Law*, 5(1), 75-98.
- Robinson J. (1977): "Michal Kalecki and the economics of capitalism", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 39(1), 7-17.
- Rosato J. (2011): Down the road to perdition: how the flaws of Basel II led to the collapse of Bear Stearns and Lehman Brothers, *University of Connecticut School of Law*, Vol 17.2, 475-500.
- Rotberg E (1989): Looking backward: The Securities Industry, a Decade of Change, disponible en:
<http://www.generotberg.com/speeches/1980s/LookingBackwardSecuritiesIndDecadeofChange1989.pdf>.
- Roubini N. y Mihm S. (2010): *¿Cómo salimos de esta?*, Destino, Barcelona.
- Rutherford M. (1994): *Institution in Economics. The Old and the New Institutionalism*, Cambridge University Press, Nueva York.
- Rutherford M. (2001): "Institutional Economics: Then and Now", *Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 173-194.
- Sadowski Z. y Szeworski A. (eds) (2004): *Kalecki's Economics Today*, Routledge, Londres.
- Sametz A., Keenan M., Bloch E. y Goldberg, L. (1979): "Securities Activities Of Commercial Banks: An Evaluation Of Current Developments And Regulatory Issues", *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, 2, 155-193.
- Samuels W. (1973): "The Economy as a System of Power and its Legal Bases: The Legal Economics of Robert Lee Hale", *University of Miami Law Review*. 27, 261-371.
- Sawer M. (2004): Money and Finance in Kalecki's Analysis, en Z. Sadowski y A. Szeworski A. (eds), *Kalecki's Economics Today*, Routledge, Londres.
- Sawyer M. (1985): *The Economics of Michal Kalecki*, Macmillan, Londres.
- Sawyer M. (ed.) (1999): *The Legacy of Michal Kalecki*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Schlesinger, Arthur M. (1957-1960): *The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal*, vol. tres The Riverside Press, Cambridge, MA.
- Schumpeter J. (1934): *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Schumpeter J. (1939): *Business cycles a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company, Nueva York.
- Schumpeter J. (1942): *Socialism, Capitalism and Democracy*, Harper and Brothers, Nueva York.
- Seabrooke L. (2006): *The Social Sources of Financial Power: Domestic Legitimacy and International*, Cornell University, Ithaca, NY.

- Sebastiani M. (ed.) (1989): *Kalecki's Relevance Today*, St Martin's Press, Londres.
- SEC (2004): U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities, 17 CFR Parts 200 and 240, [Release No. 34-49830; File No. S7-21-03], RIN 3235-AI96 disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/34-49830.htm>.
- Serfati C. (2003): "La dominación del capital financiero: ¿qué consecuencias?", en F. Chesnais y D. Plihon (coords.), *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Setterfield M. (1997): *Rapid Growth and Relative Decline*, Macmillan Press, Londres.
- Shachmurove Y. (2012): "Failing Institutions Are at the Core of the U.S. Financial Crisis", University Centre of the The City University of New York, https://economics.sas.upenn.edu/sites/economics.sas.upenn.edu/files/12-040_0.pdf.
- Shiller Robert (2015): *Irrational Exuberance*. Revised and expanded third edition, Princeton University Press, Princeton.
- Shiller R. (2012): *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton.
- Shiller R. (2008): *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton.
- Shull B. (2014): "Financial Crisis Resolution and Federal Reserve Governance: Economic Thought and Political Realities", Working Paper, 784, The Levy Economics Institute,
- SIA (2002). Securities Industry Association, *Fact Book*. New York. https://www.sifma.org/uploadedfiles/research/bookstore/2002fact_book.pdf
- SIFMA (2008). Outstanding US bond market debt. Securities Industry and Financial Markets Association, www.sifma.org/research/pdf/Overall_Outstanding.pdf.
- Simon H. (1984): "On the Behavioral and Rational Foundations of Economic Dynamics", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 5(1), 35-55.
- Sinapi Ch. (2011): "Institutional Prerequisites of Financial Fragility within Minsky's Financial Instability Hypothesis: A Proposal in Terms of 'Institutional Fragility'", *Working Paper* 674, Levy Economics Institute.
- Skidelsky R. (2003): *John Maynard Keynes, 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman*, Penguin Books, Nueva York.
- Smith R. (2001): "Strategic Directions In Investment Banking—A Retrospective Analysis", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 111-124.
- Smith R., Walter I. y DeLong, G. (2012): *Global banking*. Oxford University Press, Oxford.
- Smith R. (2001): "Strategic Directions In Investment Banking—A Retrospective Analysis", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 111-124.
- Sorkin A. (2009): *Too Big to Fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system from crisis--and themselves*, Viking Press, Nueva York.

- Sporkin S (1989): "Financial Market Regulation in the 1990's." disponible en <http://www.sechistorical.org/museum/search/?q=october+market+break&record-type=type%3APapers&begin=200>
- Stanfield J. (1999): "The Scope, Method and Significance of Original Institutional Economics", *Journal of Economic Issues*, 33(2), 231-55.
- Stanfield J. (2006): "From OIE and NIE toward EE: Remarks upon Receipt of the Veblen Commons Award", *Journal of Economic Issues*, 40(2), 249-259.
- Stearns L. y Mizruchi M. (2005): Banking and financial markets. *The handbook of economic sociology*, 2, 284-306.
- Stearns L. y Allan K. (1996), "Economic Behavior in Institutional Environments: The Corporate Merger Wave of the 1980s", *American Sociological Review*, 61(44), 699-718.
- Stiglitz J. (2003): *Los felices 90. La semilla de la destrucción*, Taurus, Madrid.
- Stiglitz J. (2007): America's House of Cards, Projet Syndicate, 9 de octubre.
- Stiglitz J. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Taurus, Madrid.
- Stockhammer E. (2004): "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Stockhammer E. (2007): "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime", *Working Papers Series*, 142, Political Economy Research Institute, U. Massachusetts, Amherst.
- Stockhammer E. (2009) "The Finance-Dominated Growth Regime, Distribution, and the Present Crisis", *Working Papers* 127, Department of Economics, University of Economics, Viena.
- Stowell D. (2010): *An introduction to investment banks, hedge funds, and private equity the new paradigm*, Academic Press/Elsevier, Burlington, MA.
- Strange S. (1988): *States and Markets*, Pinter Pub., Londres.
- Strange S. (1996): *La retirada del Estado*, Icaria, Barcelona.
- Strange S., Stopford J. y Henley J. (1991): *Rival States, Rival Firms: Competition for World Market Shares*, Cambridge University Press, Cambridge UK.
- Sturgeon T. y Memedovic O. (2011): *Mapping Global Value Chains: Intermediate Goods Trade and Structural Change in World Economy*, UNIDO, Viena
- Swagel P. (2009): "The Financial Crisis: An Inside View", *Brookings Papers on Economic Activity*, 40/1, 1-78.
- Sweezy P. (1994): "The Triumph of Financial Capital", *Monthly Review*, 46(2).
- Tauheed L. (2011): "A Proposed Methodological Synthesis of Post-Keynesian and Institutional Economics", *Journal of Economic Issues*, 45(4), 819-838.
- Tavasci D. y Toporowski J. (2010): *Minsky, Crisis, and Development*, Palgrave Macmillan, Houndmills, UK.
- Thabet S. (2006): "Understanding the Link Among Uncertainty, Instability, and Institutions and the Need for Stabilization Policies; Towards a Synthesis between Post Keynesian and Institutional Economics", en R. Wray y M.

- Forstater (eds.), *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*. Edward Elgar, Northampton, 85-103.
- Trujillo J. (2011): Titulación de activos, crisis y riesgo sistémico, *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, ISBN 978-84-615-5104-0, págs. 169-184
- Tymoigne E. (2003): "Keynes and Commons on Money", *Journal of Economic Issues*, 37(3), 527-545.
- Valukas A. (2010): Report of Examiner, *In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al.*, Chapter 11 Case No. 08-13555 (JMP), (Bankr. S.D.N.Y.), March 11, 2010, 2:356. 2:356-58.
- van Treeck T. (2009): "A synthetic, stock-flow consistent macroeconomic model of 'financialisation'", *Cambridge Journal of Economics*, 33(3), 467-493.
- Veblen (2008): *Teoría de la clase ociosa*, Alianza, Madrid.
- Veblen T. (1898): "Why is economics not an evolutionary science?", *The Quarterly Journal of Economics*, 12(4), 373-397.
- Veblen T. (1904): *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, Nueva York.
- Veblen T. (1906): *The Place of Science in Modern Civilization*, *American Journal of Sociology*, 11(5), 585-609
- Veblen T. (1923): *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America*, B. W. Huebsch, Nueva York.
- Vilariño A. (2000): *Turbulencias financieras y riesgos de Mercado*, Prentice-Hall, Madrid-Nueva York.
- Vilariño A. (2008a): *Derivados: Valor razonable, riesgos y contabilidad*, Prentice-Hall, Madrid-Nueva York.
- Vilariño A. (2008b): La crisis financiera internacional de las hipotecas "subprime", *Claves de la economía mundial*, Vol. 8, 2008, ISBN 978-84-7811-637-9, 24-31.
- Vilariño A. (2011a): "Derivados", *Revista de economía crítica*, 11, 93-130.
- Vilariño A. (2011b): La crisis financiera: orígenes y desencadenantes en Gómez-Serrano (ed.), *Economía política de la crisis*, Editorial Complutense, ISBN: 9788499380926, 17-38.
- Weatherall J. (2013): *Cuando los físicos asaltaron los mercados financieros*, Ariel, Barcelona.
- Whalen Ch. (1993): "Saving capitalism by making it good: the monetary economics of John R. Commons", *Journal of Economic Issues*, 27(4), 1155-1179.
- Whalen Ch. (1996): "The Veblen-Commons award: Hyman P. Minsky", *Journal of Economic Issues*, 30(2), 353-355.
- Whalen Ch. (1997): "Money-Manager Capitalism and the End of Shared Prosperity", *Journal of Economic Issues*, 31(2): 517-525.
- Whalen Ch. (1999): "Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development", *Working Paper 277*, Levy Economics Institute.
- Whalen Ch. (2001): "Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development", *Journal of Economic Issues*, 35(4), 805-823.

- Whalen Ch. (2002): "Money-Manager Capitalism: Still Here, But Not Quite as Expected", *Journal of Economic Issues*, 36(2), 401–406.
- Whalen Ch. (2002): "Money-Manager Capitalism: Still Here, But Not Quite as Expected", *Journal of Economic Issues*, 36(2), 401–406.
- Whalen Ch. (2007): "The U.S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment", *Public Policy Brief*, 92, Levy Economics Institute.
- Whalen Ch. (2008a): "John R. Commons and John Maynard Keynes on Economic History and Policy: The 1920s and Today", *Journal of Economic Issues*, 42(1), 225–242.
- Whalen Ch. (2008b): "Post-Keynesian Institutionalism and the Anxious Society", en S. Batiey y N. Mercurio (eds.), *Alternative Institutional Structures: Evolution and Impact*, Routledge, Nueva York, 273–299.
- Whalen Ch. (2008c): "Toward 'wisely managed' capitalism: Post-Keynesian institutionalism and the creative state", *Forum for Social Economics*, 37 (1), 43–60.
- Whalen Ch. (2008d): "Reflections on Hyman P. Minsky (1919-1996)", *Journal of Economic Issues*, 42 (1), 249–253.
- Whalen Ch. (2009): "An Institutional Perspective on the Global Financial Crisis", *ILR School* 4-2009, Cornell University.
- Whalen Ch. (2011a): "Rethinking Economics for a New Era of Financial Regulation: The Political Economy of Hyman Minsky", *Chapman Law Review*, 15(1), 149–169.
- Whalen Ch. (2012): "Post-Keynesian Institutionalism after the Great Recession", *Working Paper* 724, Levy Economics Institute.
- Whalen Ch. (ed.) (2011b): *Financial Instability and Economic Security after the Great Recession*. Edward Elgar, Cheltenham.
- White L. (1991): *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*. Oxford University Press. Nueva York.
- Wilber C. y Jameson K. (1983): *An Inquiry into the Poverty of Economics*, University of Notre Dame Press, Cheltenham.
- Wilmart A. (1990): "The Expansion of State Bank Powers, the Federal Response, and the Case for Preserving the dual Banking System", *Fordham Law Review*, 58(6), 1133–1256.
- Wolfson M. (1986): *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience*, Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Wolfson M. (2002): "Minsky's theory of financial crises in a global context", *Journal of Economic Issues*, 36 (2), 393–400.
- Wray R (1993): "The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System", *Working Paper* 86, Levy Economics Institute.
- Wray R. (1994): "Government Deficits, Liquidity Preference, and Schumpeterian Innovation", *Economies et Sociétés*, 9, 39–59.
- Wray R. (2002): "What happened to goldilocks? A Minskian Framework", *Journal of Economic Issues*, 36(2), 383–391.

- Wray R. (2007): "Lessons from the *Subprime* Meltdown", *Working Paper* 522, Levy Economics Institute.
- Wray R. (2008a): "Financial Markets Meltdown. What Can We Learn from Minsky", *Public Policy Brief*, 94, Levy Economics Institute.
- Wray R. (2008b): "The commodities market bubble: money manager capitalism and the financialization of commodities", *Public Policy Brief* 96, Levy Economics Institute.
- Wray R. (2009a): "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach", *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 807–828.
- Wray R. (2009b): "Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis", *Working Paper* 578, Levy Economics Institute.
- Wray R. (2010): "What do Banks do? A Minskian Analysis", *Public Policy Brief* 115, Levy Economics Institute.
- Wray R. (2011): "Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis", *International Journal of Political Economy*, 40(2), 5-20.
- Wray R. (2012): "The Great Crash of 2007 Viewed through the Perspective of Veblen's Theory of the Business Enterprise, Keynes's Monetary Theory of Production and Minsky's Financial Instability Hypothesis", en E. Reinert y F. Viano (eds.), *Thorstein Veblen: Economics for an Age of Crises*, Anthem Press, Londres, 303–316.
- Wray R. y Forstater M. (eds.) (2009): *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Cheltenham, Edward Elgar, Cheltenham.
- Wray R. y Papadimitriou, D. (1997): "The Institutional Prerequisites for Successful Capitalism", *Journal of Economic Issues*, 31(2), 493–500.
- Zalewski D. y Whalen Ch. (2010): "Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis", *Journal of Economic Issues*, 44(3), 757–777.

Bases de datos utilizadas:

Asset-Backed Alert Rankings Data disponible en:

<https://www.abalert.com/rankings.pl>

BIS, Bank for International Settlements, Statistics, Semiannual OTC derivatives statistics, disponible en:

<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

BoG FRB, Board of the Governors of the Federal Reserve Board, Data Download Program disponible en:

<https://www.federalreserve.gov/datadownload/>

BoG FOMC, Board of the Governors of the Federal Reserve Board, Federal Open Market Committee, Transcripts and other historical materials, varios años, disponible en:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical.htm

FRED, Federal Reserve of St. Louis, Economic data disponible en:

<https://fred.stlouisfed.org/>

NYSE Market Data Products disponible en:

<http://www.nyxdata.com/Data-Products>

ProPublica Data Bailout Tracker disponible en:

<https://projects.propublica.org/bailout/main/summary>

SEC EDGAR Search Tool 10K Filings varios bancos, disponible en:

<https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>

SIFMA, Securities Industry Financial Markets Association, Research statistics disponible en:

<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>
